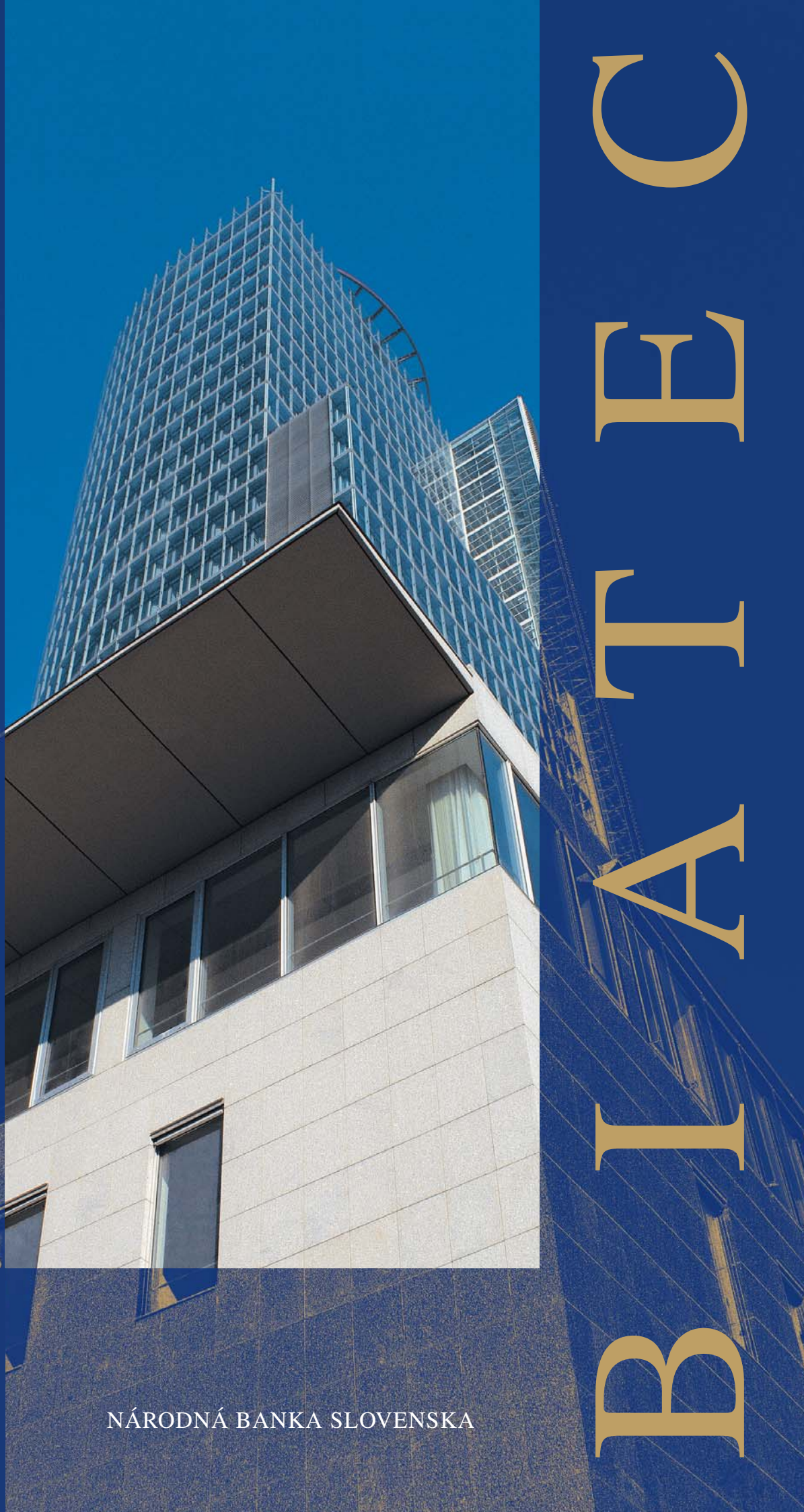


9

September 2008
Ročník 16

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C
E
A
T
T
E
C
H
N
I
C
K
A

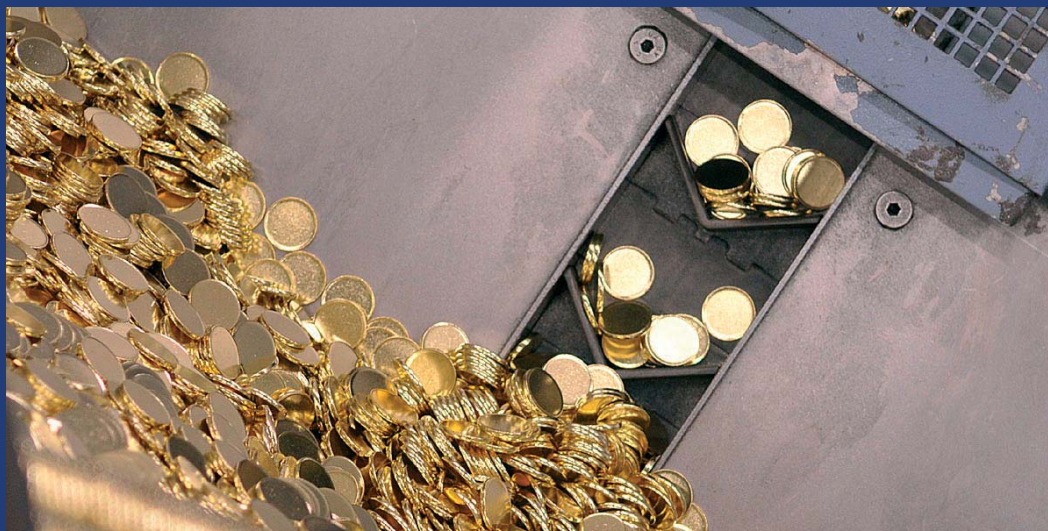


NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Začiatok sériovej razby eurových mincí

Dňa 19. augusta 2008 začala Mincovňa Kremnica, š. p. sériovú razbu slovenských eurových mincí. Razbu slávnostne spustili minister financií SR Ján Počiatek a guvernér NBS Ivan Šramko.



Eurové mince so slovenskou stranou vyrazí Mincovňa Kremnica v počte 500 mil. kusov, v hodnote viac ako 167 mil. eur, s hmotnosťou približne 2500 ton.

Eurových mincí je osem. Majú spoločnú stranu – rovnakú na všetkých minciach krajín eurozóny a národnú stranu – podľa toho, ktorá krajina mincu vydala. Spoločná strana mincí reprezentuje mapu Európskej únie a navrhol ju Luc Luyx z Belgickej kráľovskej mincovne. Mince sú platné v celej eurozóne, bez ohľadu na to, ktorá krajina ich vydala.

Rubová strana mincí je určená národným motívom, ktoré si každý štát zvolí sám. Námety slovenských eurových mincí vybrali občania Slovenskej

republiky vo verejnej ankete v novembri 2005 a Banková rada NBS potom zohľadnila pri svojom rozhodovaní výsledky verejnej ankety. Slovenské 1- a 2-eurové mince zobrazujú erbové znamenie štátneho znaku Slovenska – dvojkriž na trojvrší. Na 10-, 20- a 50-centových minciach je vyobrazený Bratislavský hrad a na 1- 2- a 5-centových minciach tatranský štít Kriváň.

Autorom námetu 2- a 1-eurovej mince (dvojkriž na trojvrší) je Ivan Řehák, autormi námetu 10-, 20- a 50-centových mincí (Bratislavský hrad) sú Ján Černaj a Pavel Károly a autorom námetu na najmenších centoch (Kriváň) je Drahomír Zobek.

D.K.



Guvernér NBS Ivan Šramko spolu s ministrom financií SR Jánom Počiatkom a splnomocnencom vlády SR pre zavedenie eura Igorom Barátom kontrolujú s pracovníkmi Mincovne Kremnica š. p. kvalitu eurových mincí.



BIATEC

Odborný bankový časopis
September 2008

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

Ing. Ivan Šramko (predseda)
prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc.
Ing. Štefan Králik
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.
doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA
Ing. Monika Siegelová

Redakcia:

Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
alica.polonyiova@nbs.sk
PhDr. Dagmar Krištofičová
tel.: 02/5787 2150
dagmar.kristoficova@nbs.sk

Adresa redakcie:

NBS, redakcia BIATEC
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava
fax: 02/5787 1128
Objednávky na inzerciu prijíma redakcia:
tel.: 02/5787 2150
e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 21 Sk/0,70 €

Ročné predplatné: 252 Sk/8,36 €

Poštovné hradí predplatiteľ.

Voľný predaj: predajné miesta

Vydavateľstva ELITA v Bratislave: Klincová 35,
Blagoevova 14 – 16, Dolnozemska cesta 1/A

Cena výtlačku vo voľnom predaji: 35 Sk

**Objednávky na predplatné v SR
a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:**

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,
Pribinova 21, 819 46 Bratislava
tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148
e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 10. 9. 2008

Dátum vydania: 22. 9. 2008

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

Typo & lito: AEPRESS, s.r.o.

Tlač: Patria I., s.r.o.

Anglický preklad vybraných článkov je
na internetovej stránke Národnej banky
Slovenska: <http://www.nbs.sk>

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek
reprodukcie tohto časopisu alebo jeho časti
a iné publikovanie vrátane jeho elektronickej
formy nie sú povolené bez predchádzajúceho
písomného súhlasu vydavateľa.

NA AKTUÁLNU TÉMU

Analýza konvergenencie slovenskej ekonomiky..... 2
(Ing. Tibor Lalinský)

MENOVÝ VÝVOJ

Slovenskú korunu nahradí euro 11
(Ing. Pavol Kyjac)

MENOVÁ POLITIKA

Porovnanie súčasného výkonu menovej politiky NBS s výkonom
po zavedení eura na Slovensku 17
(Ing. Miroslava Kochanová)

FINANČNÉ TRHY

Medzinárodná finančná kríza a jej potenciálny vplyv na slovenský
bankový sektor 21
(Colin Lawson, Emília Zimková)

NÁZORY

Čliský model dôchodkového zabezpečenia vo svetovej odbornej
literatúre 28
(JUDr. Tomáš Gábriš, PhD.)

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS 30
Tlačové správy 30
Preprava eurových bankoviek a mincí 31



Analýza konvergenencie slovenskej ekonomiky

1. časť

Ing. Tibor Lalinský
Národná banka Slovenska

Začiatkom roka 2008 Slovenská republika s rezervou splnila maastrichtské kritériá a splnila nevyhnutné predpoklady na zavedenie eura k 1. januáru 2009. Strednodobý výhľad nominálnych kritérií potvrdzuje schopnosť plniť maastrichtské kritériá udržateľným spôsobom. A to aj v prostredí dynamického vývoja reálnej konvergenencie. Slovenská ekonomika dosiahla v roku 2007 dvojciferný medziročný rast. Výkonnosť ekonomiky sa priblížila k 70 % a relatívna cenová hladina prekročila 60 % priemeru EÚ. Stále však existuje značný priestor na dobiehanie, ktorý naznačuje, že po zavedení eura bude Slovensko naďalej zaznamenávať kladný inflačný diferenciel v porovnaní s priemerom EÚ. Prvá časť príspevku sa zameriava výlučne na otázky nominálnej a reálnej konvergenencie na Slovensku. Druhá časť sa venuje vzájomnému porovnaniu konvergenčného procesu v nových členských krajinách EÚ a hodnoteniu dlhodobého plnenia maastrichtských kritérií po zavedení eura v krajinách eurozóny.

1 Schodok rozpočtu verejnej správy bol pôvodne rozpočtovaný na úrovni 2,9 % HDP. Pozitívny vplyv mali vyššie daňové príjmy, nižšie úrokové náklady dlhu, nedaňové príjmy a lepšie hospodárenie Sociálnej poisťovne. Negatívny vplyv malo zvýšenie výdavkov štátneho rozpočtu do zákonom stanoveného limitu (1 %) a zníženie pohľadávok voči zahraničiu. Nižší deficit bol dosiahnutý lepším výsledkom hospodárenia verejnej správy (vplyv 0,7 % HDP) a vplyvom vyššieho ekonomického rastu (vplyv 0,1 % HDP).

2 Pomer dlhu k HDP sa znížil hlavne pod vplyvom rýchleho medziročného rastu HDP a posilnenia slovenskej koruny. Objem verejného dlhu sa medziročne zvýšil (z 505,2 mld. Sk v roku 2006 na 543,9 mld. Sk v roku 2007), rozhodujúci vplyv mal nárast štátneho dlhu.

NOMINÁLNA KONVERGENCIA

Slovensko splnilo maastrichtské kritériá so značnou rezervou. Deficit rozpočtu verejnej správy dosiahol úroveň 2,2 % HDP¹, t. j. hodnotu dostatočne nižšiu, ako je povolená hranica 3 % HDP, ktorá je podstatná na splnenie fiškálneho kritéria. Pritom v dosiahnutej úrovni sú už zahrnuté náklady dôchodkovej reformy vo výške 1,3 % HDP. Podiel verejného dlhu na HDP bol dlhodobo nižší než referenčná hodnota. V ostatných rokoch sa pohyboval na úrovni 30 % HDP a v roku 2007 klesol na 29,4 % HDP². V čase zverejnenia konvergenčných správ Európskej centrálnej banky a Európskej komisie (7. mája 2008) Slovensko fiškálne kritérium formálne neplnilo, keďže v tom období sa voči SR stále uplatňoval postup pri nadmernom deficite. Európska komisia však vo svojej správe konštatovala, že nadmerný deficit sa odstránil spoľahlivým a udržateľným spôsobom a odporučila, aby Rada ministrov pre hospodárske a finančné záležitosti

EÚ (ECOFIN) zrušila v prípade Slovenska postup platný pri nadmernom deficite. Všetky maastrichtské kritériá, vrátane fiškálneho deficitu, boli oficiálne splnené začiatkom júna 2008, kedy bol zrušený postup platný pri nadmernom deficite.

Počas roku 2007 došlo k výraznému spomaleniu inflácie a medziročná inflácia klesla pod referenčnú hodnotu. Slovensko plní inflačné kritérium od augusta 2007, kedy 12-mesačný priemer medziročnej HICP inflácie klesol na 2,4 %, t. j. pod referenčnú hodnotu (2,5 %). V decembri klesla hodnota inflačného kritéria na historicky najnižšiu úroveň 1,9 %. V nasledujúcich mesiacoch sa inflácia z dôvodu rýchlejšej dynamiky cien energií a cien potravín zvyšovala. V marci 2008 12-mesačný priemer medziročnej inflácie vzrástol na 2,2 %. Vzhľadom na globálny charakter vývoja cien potravín a energií sa zvýšila aj referenčná hodnota. Slovensko splnilo inflačné kritérium s rezervou vo výške jedného percentuálneho bodu. Tento

Tab. 1 Plnenie maastrichtských kritérií

		Aktuálna hodnota (marec 2008)	Referenčná hodnota	Stav plnenia (marec 2008)
Fiškálne kritérium ¹⁾	Verejný deficit	2,2 % HDP	3 % HDP	ÁNO
	Verejný dlh	29,4 % HDP	60 % HDP	
Miera inflácie (HICP)		2,2 %	3,2 %	ÁNO
Dlhodobá úroková miera		4,5 %	6,5 %	ÁNO
Nominálny výmenný kurz		Účasť v ERM II od 28. 11. 2005 ²⁾	Účasť v ERM II dva roky bez výrazných napätí	ÁNO

1) Rok 2007.

2) V období od zmeny parity do vypracovania konvergenčných správ sa kurz pohyboval výlučne v apreciačnom pásme do -9 % (smereom k zhodnoteniu).

Zdroj: MF SR, NBS, Eurostat, vlastné výpočty.



náskok si udržalo aj v nasledujúcich mesiacoch. V júni 2008 bola hodnota 12-mesačného priemeru medziročnej inflácie v SR stále o približne jeden percentuálny bod menšia ako referenčná hodnota.

Rast inflačných očakávaní v EÚ sa aj v roku 2007 prejavil v miernom zvýšení priemernej dlhodobej úrokovej miery a o niečo výraznejšom raste referenčnej hodnoty. Dlhodobá úroková miera na Slovensku bola v čase nášho hodnotenia, podobne ako aj v predchádzajúcich rokoch výrazne nižšia ako referenčná hodnota.

V roku 2007 kurz slovenskej koruny pokračoval v posilňovaní a nadobúdala historicky najvyššie hodnoty. V období po prvej revalvácii zotrvala koruna výlučne na apreciačnej strane fluktuáčného pásma. V tomto období NBS vykonala iba dve intervencie proti nadmernej volatilitě koruny, a to krátko po zmene centrálnej parity. V čase hodnotenia (v apríli 2008) sa hodnota koruny pohybovala na úrovni približne 9% nad centrálnou paritou. Napriek intervenciám, stabilita kurzu bola udržiavaná prirodzeným spôsobom, bez toho, aby snaha o kurzovú stabilizáciu išla na úkor stability zvyšku ekonomiky. V súvislosti s pokračujúcou apreciáciou založenou na veľmi dynamickom a zdravom raste domácej ekonomiky, bola centrálna parita v máji 2008 opätovne revalvovaná, tentoraz na spodnú úroveň pásma pre povinné intervencie.

Hodnota novej centrálnej parity 1 euro = 30,1260 Sk bola 8. júla 2008 vyhlásená za konverzný kurz.

Cesta k splneniu nominálnych kritérií

Prípravy na zavedenie eura na Slovensku začali ešte pred vstupom do Európskej únie. V roku 2003 bola schválená Stratégia prijatia eura v SR. Jej hlavným poslanstvom bolo, že pre Slovensko je výhodné prijať euro čím skôr, po splnení maastrichtských kritérií. Zo vtedajšieho výhľadu vývoja na nasledujúce roky vyplývalo, že na vstup do eurozóny budeme pripravení v rokoch 2008

– 2009. Neistotu v presnom stanovení cieľového dátumu prijatia eura predstavovala realizácia reforiem a ich dopad na vývoj verejných financií. Dôležité bolo najmä rozhodnutie Eurostatu o spôsobe započítania nákladov na zavedenie II. piliera dôchodkového systému. Potom ako bolo možné reálne zhodnotiť vplyv reforiem na verejné financie, bola v roku 2004 vypracovaná Konkretizácia stratégie prijatia eura, ktorá stanovila cieľový dátum 1. január 2009.

Pri vstupe do EÚ plnilo Slovensko iba kritérium pre výšku dlhodobej úrokovej miery. V tomto zmysle bola SR hodnotená aj v prvých konvergenčných správach ECB a EK posudzujúcich nové členské krajiny EÚ, ktoré boli zverejnené v októbri 2004. Deficit verejnej správy za rok 2003 klesol pod referenčnú hodnotu až pri neskoršej revízii údajov. Dôležitým medzníkom na ceste k splneniu všetkých kritérií v plánovanom termíne bol rok 2005. Slovenská koruna vstúpila do mechanizmu výmenných kurzov ERM II, tým sa začala plniť kľúčová podmienka na hodnotenie stability výmenného kurzu. Podľa oficiálnych konvergenčných správ publikovaných v decembri 2006 Slovensko vtedy naďalej plnilo len kritérium dlhodobej úrokovej miery. Zvyšné kritériá začalo Slovensko, v súlade s vopred formulovaným cieľom, postupne plniť koncom roka 2007. Dvanásťmesačný priemer medziročnej HICP inflácie klesol v auguste 2007 pod referenčnú hodnotu. V novembri bola dodržaná podmienka dvojročného členstva v ERM II. Začiatkom roka 2008 boli zverejnené prvé údaje svedčiacie o tom, že Slovensko splnilo s rezervou aj fiškálne kritérium. Konvergenčné správy ECB a EK z mája 2008 potvrdili splnenie všetkých maastrichtských kritérií.

V máji 2004 bola medziročná inflácia na Slovensku viacnásobne vyššia ako referenčná hodnota. Dvanásťmesačný priemer medziročnej HICP inflácie, ktorý je rozhodujúci pre analýzu plnenia kritéria cenovej stability, sa prvýkrát výrazne priblížil k referenčnej hodnote koncom roka 2005. V de-

Tab. 2 Vývoj plnenia maastrichtských kritérií

Kritérium		(Vstup do EÚ) Máj 2004	(KS) Okt. 2004	Dec. 2005	(KS) Dec. 2006	Dec. 2007	(KS) Máj 2008
Fiškálne kritérium ¹⁾ (% HDP)	Verejný deficit	3,5	3,7	3,3	3,1	3,7	2,2
	Verejný dlh	42,8	42,6	43,6	34,5	30,4	29,4
	Stav plnenia	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO
Miera inflácie (HICP, %)		8,9	8,4	2,9	4,3	2,0	2,2
	stav	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO
Dlhodobá úroková miera (%)		5,1	5,1	3,6	4,3	4,5	4,5
	stav	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO
Stabilita výmenného kurzu		mimo ERM II	mimo ERM II	účasť v ERM II	účasť v ERM II	účasť v ERM II	účasť v ERM II
	stav	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO

1) Údaj za predchádzajúci kalendárny rok známy v čase hodnotenia.

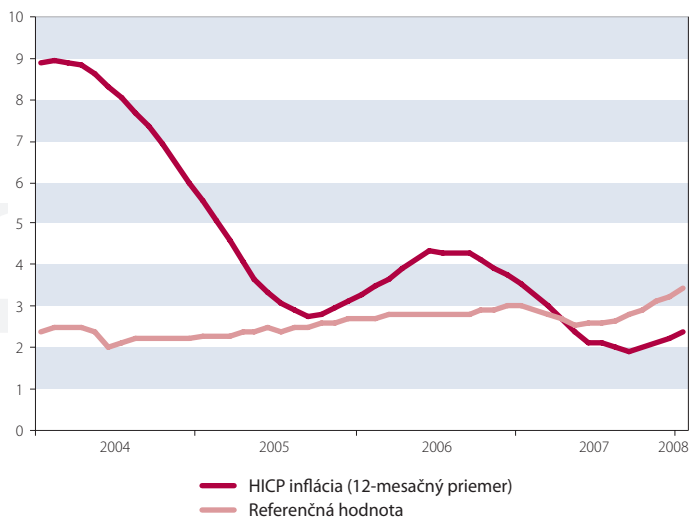
Vysvetlivky: KS – konvergenčné správy ECB a EK.

Poznámka: revidované hodnoty verejného deficitu sú 2,7 % HDP v roku 2003, 2,4 % HDP v roku 2004, 2,8 % HDP v roku 2005 a 3,6 % HDP v roku 2006. Dlh verejných financií v roku 2003 bol 42,4 % HDP, v roku 2004 klesol na 41,4 % HDP, v roku 2005 na 34,2 % HDP a v roku 2006 na 30,4 % HDP.

Zdroj: MF SR, NBS, vlastné výpočty.

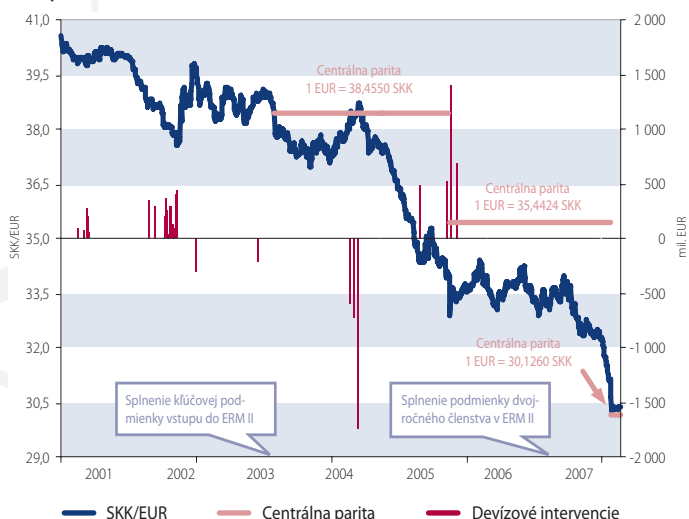


Graf 1 Vývoj inflácie a referenčnej hodnoty



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Graf 2 Vývoj nominálneho výmenného kurzu slovenskej koruny po vstupe do EÚ



Poznámka: Záporná hodnota vyjadruje predaj devízových rezerv. Celkový čistý objem intervencií počas pôsobenia v ERM II bol blízky nule.
Zdroj: Eurostat.

došlo k postupnému zrýchľovaniu hospodárskeho rastu založeného na raste produktivity práce. Diferenciál rastu produktivity práce voči eurozóne viedol k významnému posilneniu rovnovážneho reálneho kurzu. Pri relatívne nízkej inflácii sa tento vývoj premietal aj do úrovne nominálneho kurzu. Pôvodná centrálna parita už neodrážala aktuálny stav hospodárstva. Na žiadosť Slovenska sa po dohode ministrov členských štátov Európskeho spoločenstva, ktoré patria do eurozóny, Európskej centrálnej banky, ako aj ministrov a guvernérov centrálnych bánk Dánska, Estónska, Lotyšska a Litvy centrálna parita slovenskej koruny v ERM II s účinnosťou od 19. marca 2007 revalvovala na úroveň 35,4424 SKK/EUR. Vzhľadom na pretrvávajúci rýchly a zároveň zdravý ekonomický vývoj, postupne aj táto úroveň prestala byť v súlade so stavom hospodárstva. S účinnosťou od 29. mája 2008 bola stanovená nová centrálna parita koruny voči euru na úrovni 1 euro = 30,1260 Sk, ktorá bola neskôr uplatnená ako konverzný kurz.

VÝHLAD PLNENIA MAASTRICHTSKÝCH KRITÉRIÍ UDRŽATEĽNÝM SPÔSOBOM

Maastrichtské kritériá sú základnou podmienkou vstupu do eurozóny. Po prijatí eura zanikne potreba formálne dodržiavať maastrichtské kritériá. Krajina je ale povinná realizovať rozpočtovú politiku v súlade s Paktom stability a rastu. To znamená, že by mala pokračovať v konsolidácii verejných financií, až kým nedosiahne strednodobý cieľ. Dlhodobé plnenie fiškálneho, ale tiež inflačného kritéria bude prospešné aj pre zdravý hospodársky vývoj na Slovensku.

Východiská rozpočtu verejnej správy na roky 2009 až 2011 potvrdzujú snahu o ďalšiu konsolidáciu verejných financií. Postupné znižovanie plánovaného deficitu verejnej správy by malo viesť k vyrovnanému hospodáreniu v roku 2011. V nadväznosti na znižovanie salda verejného rozpočtu a pokračujúci pozitívny vývoj ekonomiky sa predpokladá ďalší pokles podielu verejného dlhu na HDP. V záujme naplnenia požiadavky Paktu stability a rastu týkajúcej sa každoročného znižovania štrukturálneho deficitu verejných financií bez vplyvu jednorazových faktorov o 0,5 % HDP by však bolo vhodné pristúpiť k rýchlejšej konsolidácii v rokoch 2008 a 2009.

Podľa aktuálnej strednodobej predikcie NBS³ priemerná medziročná inflácia meraná HICP v roku 2008 vzrastie na 3,2 %. V nasledujúcich dvoch rokoch sa zníži na 3,0 %. Z odhadov NBS, ako aj aktuálnej prognózy Európskej komisie⁴ vyplýva, že inflácia v SR by sa mala udržať pod referenčnou hodnotou aj v nasledujúcich rokoch, čím sa potvrdí, že Slovensko splnilo kritérium cenovej stability udržateľným spôsobom.

Vychádzajúc z oficiálnych materiálov Ministerstva financií SR⁵ a Národnej banky Slovenska⁶ v strednodobom horizonte bude Slovensko naďalej plniť fiškálne kritérium a kritérium cenovej stability.

V dlhodobom horizonte bude udržateľnosť verejných financií závisieť predovšetkým od vývoja

3 Strednodobá predikcia (P2Q-2008), NBS, apríl 2008.

4 Economic Forecast Spring 2008, Európska komisia, máj 2008.

5 Konvergenčný program Slovenska na roky 2007 až 2010, MF SR, november 2007 a Návrh východísk rozpočtu verejnej správy na roky 2009 až 2011, marec 2008.

6 Strednodobá predikcia (P2Q-2008), apríl 2008.

centri 2005 bola inflácia v SR iba o 0,2 percentuálneho bodu vyššia než referenčná hodnota. Prevažne pod vplyvom rastúcich cien energií sa inflácia na Slovensku v roku 2006 opätovne vzdialila od referenčnej hodnoty. Slovensko začalo plniť inflačné kritérium v auguste 2007.

Nominálny výmenný kurz od vstupu Slovenska do EÚ s výnimkou obdobia okolo parlamentných volieb postupne posilňoval. Dôležitým míľnikom z pohľadu príprav na zavedenie eura bol vstup slovenskej koruny do mechanizmu výmenných kurzov (ERM II) 28. novembra 2005. Pôvodná centrálna parita koruny voči euru bola stanovená na úrovni trhového kurzu 38,4550 EUR/SKK. V období po vstupe do ERM II boli na Slovensku zaznamenané významné štrukturálne zmeny. V nadväznosti na zdravé makroekonomické politiky a masívny prílev priamych zahraničných investícií



Tab. 3 Strednodobý výhľad plnenia maastrichtských kritérií

Kritérium		2008	2009	2010	2011
Fiškálne kritérium (% HDP)	Verejný deficit	2,0	1,7	0,8	0,0
	Verejný dlh	29,2	28,2	27,1	25,2
Miera inflácie (HICP, %)		3,2	3,0	3,0	–

Zdroj: MF SR, NBS, vlastné výpočty.

výdavkov citlivých na vplyv starnutia obyvateľstva. Ide najmä o dôchodkové dávky, výdavky na zdravotnú starostlivosť, školstvo a nezamestnanosť. Z rozpočtového výhľadu zverejneného v Konvergenčnom programe⁴ vyplýva, že ak sa nepodniknú nápravné opatrenia, negatívny demografický vývoj zvýši do roku 2050 deficit verejnej správy o 12,8% HDP a verejný dlh stúpne na 163,8% HDP. Pritom vo výhľade je už zohľadnená dôchodková reforma, ktorá prispela k zvýšeniu udržateľnosti verejných financií.

Ak by sa zachoval súčasný stav, najväčšou nákladovou položkou by boli úrokové náklady verejného dlhu. Avšak tieto výsledky majú iba indikatívny charakter, keďže vychádzajú z projekcie nezohľadňujúcej možné dodatočné opatrenia. Dôležitou implikáciou je, že treba pristúpiť k ďalším reformám, pokračovať v konsolidácii verejných financií nad rámec strednodobého cieľa a realizovať dodatočné štrukturálne úpravy dôchodkového systému a takisto v systéme verejného zdravotníctva. Podporí sa tým zdravý vývoj verejných financií a ekonomický rast.

Hospodársky vývoj na Slovensku má svoje špecifiká, ktoré ovplyvnia plnenie maastrichtských kritérií po vstupe do eurozóny. Posilňujúci kurz a jeho vplyv na vývoj inflácie boli hlavnou témou diskusie o udržateľnosti plnenia maastrichtských kritérií už pri hodnotení pripravenosti Slovenska na vstup do eurozóny. Slovensko je prvou krajinou, ktorá mala pred vstupom do eurozóny režim pohyblivého výmenného kurzu. Zároveň je veľmi otvorenou a konvergujúcou krajinou. Práve v súvislosti s pokračujúcou reálnou konvergenciou treba, minimálne do obdobia dosiahnutia priemernej úrovne výkonnosti EÚ, očakávať rýchlejší rast spotrebiteľských cien na Slovensku ako priemer v krajinách EÚ.

Vývoj spotrebiteľských cien do veľkej miery ovplyvní cenový vývoj v neobchodovateľnom sektore. Z aktuálnych oficiálnych odhadov NBS vyplýva, že vplyv Balassa-Samuelsonovho efektu môže prispievať k celkovému medziročnému zvýšeniu cenovej hladiny hodnotou asi 0,7 percentuálneho bodu.⁷ V prospech relatívne nízkeho vplyvu tohto efektu pôsobí rast produktivity práce predbiehajúci rast miezd v obchodovateľnom sektore, rast miezd v neobchodovateľnom sektore zaostávajúci za rastom miezd v obchodovateľnom sektore, ako aj prípadný ďalší rast produktivity v neobchodovateľnom sektore. Hlavným rizikom budúceho vývoja a zvýšenia príspevku Balassa-Samuelsonovho efektu k celkovej inflácii je práve zánik týchto pozitívne vplyvujúcich faktorov. Napriek doterajšiemu nízkemu dopadu posilňovania

výmenného kurzu na celkovú infláciu, keďže jednopercenčné posilnenie výmenného kurzu viedlo k spomaleniu inflácie približne o 0,2 percentuálneho bodu⁸, po zavedení eura treba rátať aj so zánikom tohto pozitívneho vplyvu.

Po zohľadnení viacerých predpokladov o trajektórii a rýchlosti dobiehania, ako aj vzájomnej previazanosti nominálnej a reálnej konvergenencie, sme dospeli k približnému bodovému odhadu inflačného diferenciálu. Predpokladáme, že priemerná ročná inflácia na Slovensku bude v dlhodobom horizonte o 1,2 percentuálneho bodu vyššia ako inflácia v EÚ (box 1). V závislosti od heterogénnosti budúceho inflačného vývoja v EÚ, to môže, ale nemusí znamenať neplnenie inflačného kritéria v období dobiehania priemernej úrovne výkonnosti krajín EÚ.

Riziká udržateľného plnenia maastrichtských kritérií

Medzi riziká očakávaného vývoja rozpočtu verejnej správy možno vo vyššej ako doteraz uvažovanej miere zaradiť nenaplnenie sa prognózy ekonomického vývoja. Negatívny vplyv môže mať ďalší vzostup svetových cien energetických surovín a potravín, ako aj spomalenie rastu hlavných obchodných partnerov. Pokiaľ ide o domáci vývoj, dôležité bude najmä udržať rast priemernej reálnej mzdy v súlade s úrovňou rastu produktivity práce. Doterajší pokrok v znižovaní deficitu a postupné smerovanie k vyrovnanému rozpočtu vytvorili dostatočný priestor na udržateľné plnenie fiškálneho kritéria v nasledujúcich rokoch. Plán plnenia strednodobého cieľa by mohol byť ambicióznejší. Ak sa splnia predpoklady pokračujúceho relatívne rýchleho vývoja ekonomiky Slovenska, existuje priestor na dodatočnú konsolidáciu a zabezpečenie medziročného poklesu štrukturálneho deficitu verejných financií bez vplyvu jednorazových faktorov o 0,5% HDP. Diskutabilné je sústredenie najvýraznejšieho konsolidačného úsilia na rok 2010. A to najmä v súvislosti so spomaľujúcim sa hospodárskym rastom, ako aj so skutočnosťou, že rok 2010 bude volebným rokom. Očakávané príjmy rozpočtu v danom roku sú v značnej miere ovplyvnené prognózou vyššieho výberu daní z príjmov právnických osôb. Neistý je vplyv vývoja hospodárstva ostatných subjektov verejnej správy. Najväčším rizikom je neplnenie fiškálnej konsolidácie vytýčenej v Aktualizovanom konvergenčnom programe (AKP) a prípadné uvoľnenie fiškálnej politiky v budúcnosti. Určité riziko predstavuje využívanie finančných prostriedkov z fondov EÚ a s nimi súvisiace výdavky na spolufinancovanie.

⁷ Hodnota odhadnutého príspevku Balassa-Samuelsonovho efektu závisí od použitej metódy výpočtu a referenčného časového obdobia. Staršie odhady založené na údajoch z rokov 1996 až 2004 sa pohybovali na úrovni 1,5 až 2 p. b.

⁸ Doliak, M., Karmažin, B.: Analýza vplyvu výmenného kurzu na spotrebiteľské ceny. Disagregovaný pohľad. Biatec, roč. 15, 2007, č. 11, s. 4-8.



Box 1

Dlhodobý vývoj inflácie po zavedení eura

V roku 2008 prekročí výkonnosť slovenskej ekonomiky meraná HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily (PKS) hodnotu 70% priemeru výkonnosti krajín EÚ. Slovensko však bude stále patriť medzi krajiny EÚ s relatívne nízkou dosiahnutou úrovňou reálnej konvergenencie. Naďalej bude existovať relatívne veľký priestor na dobiehanie.

Z dlhodobého hľadiska nie je možné zvyšovať výkonnosť ekonomiky bez zmeny relatívnej cenovej hladiny. Obe stránky reálnej konvergenencie sú vzájomne previazané. Potvrdzujú to aj skutočné údaje z krajín EÚ. To nám umožňuje odhadnúť vývoj cenovej úrovne a následne aj výšku inflačného diferenciálu na základe dostupnej prognózy vývoja výkonnosti, resp. hospodárskeho rastu Slovenska.

V minulých rokoch sa existujúca reálna konvergenca nepremietala významnou mierou do rýchlejšieho rastu spotrebiteľských cien na Slovensku, keďže dochádzalo k výraznému zhodnocovaniu výmenného kurzu slovenskej koruny. Po zafixovaní kurzu na úrovni konverzného kurzu jeho tlmiaci vplyv zanikne. Pod vplyvom pokračujúcej reálnej konvergenencie slovenskej ekonomiky k ekonomike EÚ sa po zavedení eura pravdepodobne zvýši inflácia.

Doterajší vývoj HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily a relatívnej cenovej hladiny na Slovensku potvrdzuje, že relatívna cenová hladina sa v priemere zvyšovala rýchlejším tempom ako ekonomická výkonnosť.¹ S rastúcou úrovňou sa znižuje rýchlosť dobiehania a zároveň aj rozdiel medzi rastom relatívnej cenovej hladiny a výkonnosti ekonomiky. Z odhadu realizovaného na údajoch o vývoji vo všetkých krajinách EÚ v rokoch 1997 až 2006 pomocou ECM (*Error Correction Model*) regresie vyplýva, že v dlhodobom horizonte pri rastúcej úrovni konvergenencie sa zvýšenie HDP na obyvateľa v PKS o jeden percentuálny bod premietne v raste relatívnej cenovej hladiny o 0,49 bodu.²

Popri trajektórii reálnej konvergenencie je nemenej dôležitá aj rýchlosť dobiehania. Výrazné zmeny počtu obyvateľov sa neočakávajú. Predpokladáme, že rýchlosť konvergenencie relatívnej cenovej hladiny v SR k priemeru EÚ bude závisieť najmä od ekonomického rastu na Slovensku a vývoja parity kúpnej sily.

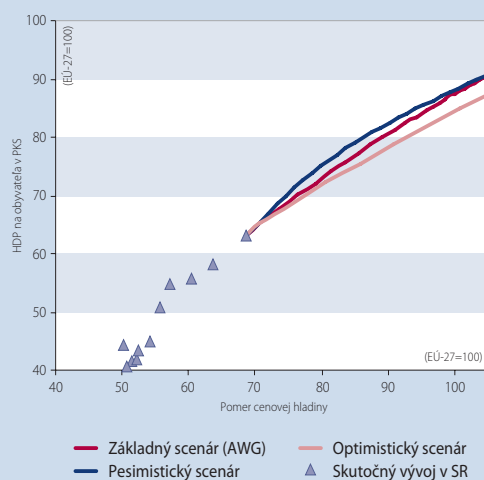
Podiel HDP na obyvateľa v PKS v rokoch 1997 až 2006 rástol v priemere o 1,37 p. b. za rok. V roku 2007 sa zvýšil o rekordných 5 bodov (zo 63,7 na 68,7% HDP). V tejto súvislosti je možné uvažovať o troch základných scenároch budúceho vývoja ekonomickej výkonnosti Slovenska. Ako veľmi optimistický a málo pravdepodobný pripadá do úvahy scenár, pri ktorom sa udrží rekordný rast výkonnosti z roku 2007 (5,0 p. b. ročne). V kontexte dosiahnutej úrovne reálnej konvergenencie a súčasného rozmachu, za pesimistický považujeme scenár, pri ktorom sa bude podiel HDP na obyvateľa v PKS v SR približovať k priemeru EÚ tempom 1,37 p. b. ročne.

V záujme zabezpečenia čo najpresnejšieho odhadu sme si za kľúčový zdroj budúcej rýchlosti dobiehania zvolili dlhodobú prognózu vývoja HDP na obyvateľa v PKS³ zostavenú Pracovnou skupinou pre starnutie populácie (AWG – Aging Working Group), ktorá spadá pod Výbor pre hospodársku politiku. AWG predpokladá, že ekonomický rast Slovenska sa bude postupne spomaľovať a v horizonte 25 až 30 rokov sa spomalí pod úroveň priemeru EÚ.

Z navrhnutých scenárov budúceho vývoja vyplývajú tri možné etapy trvania reálnej konvergenencie ekonomiky SR k priemeru ekonomiky EÚ. V optimistickom scenári dobehne priemer EÚ za 6 rokov. Pri pesimistickom za 23 rokov a pri odhade založenom na AWG predpokladoch približne za 18 rokov.

Ako sme už naznačili, po zavedení eura zanikne tlmiaci efekt zhodnocovania výmenného kurzu vplyvajúci na infláciu. Rast výkonnosti slovenskej ekonomiky sa tak bude v najbližších

Graf A Vývoj reálnej konvergenencie ekonomiky SR k priemeru EÚ



Vysvetlivky: PKS – parita kúpnej sily
Zdroj: NBS.

1 Z údajov za roky 1997 až 2006 vyplýva, že rastu HDP v PKS o jeden percentuálny bod zodpovedalo zvýšenie relatívnej cenovej hladiny o 1,35 bodu.

2 Odhadnutý vzťah mal tvar $\Delta(Pt) = 0,04 + 0,50\Delta(Yt) - 0,12(Pt-1 - 39,65 - 0,49Yt-1) + et$. Model vysvetľuje 62 % variability relatívnej cenovej hladiny (upravené $R^2 = 0,62$).

3 Prognóza vývoja HDP na obyvateľa v PKS je súčasťou makroekonomických predpokladov vstupujúcich do dlhodobej projekcie rozpočtovej situácie v krajinách EÚ. Vychádzame zo základného scenára.



Box 1 – pokračovanie

rokoch prenášať do rastu cenovej hladiny na Slovensku. Ak pre zjednodušenie zavedieme predpoklad, že deflátor HDP bude rovný rastu spotrebiteľských cien, rast relatívnej cenovej hladiny bude v plnej miere zodpovedať inflačnému diferencálu medzi Slovenskom a EÚ. Z tejto odhadnutej trajektórie a alternatívnych temp reálnej konvergenencie možno odvodiť, o koľko bude inflácia na Slovensku prevyšovať priemernú infláciu v EÚ.

Z predpokladov o raste HDP na obyvateľa v PKS a nami odhadnutej reálnej konvergenencie vyplýva, že v období najbližších 10 rokov bude medziročná inflácia na Slovensku prevyšovať infláciu v EÚ v priemere o 1,7 p. b. ročne. Reálnu konvergenciu a jej dôsledky je ale vhodné skúmať v dlhšom časovom horizonte. V horizonte nasledujúcich 20 rokov bude diferencál medziročného rastu cien na Slovensku a v EÚ predstavovať 1,2 p. b.⁴

4 Za predpokladu naplnenia sa pesimistického odhadu dobiehania priemeru EÚ vo výške 1,37 p. b. ročne môžeme očakávať, že priemerná inflácia na Slovensku bude každoročne o 1,05 p. b. vyššia ako v EÚ. Pri málo pravdepodobnom optimistickom raste ekonomiky by mohol diferencál inflácie dosiahnuť až 2,87 p. b.

Neistota vyplýva z toho, že sa doteraz využívali nedostatočne a nerovnomere, neskôr sa preto presúvali do výdavkových limitov, ale neistota súvisí aj s veľkým rastom objemu disponibilných zdrojov využiteľných v nasledujúcich rokoch. V spojitosti s aktuálnym vývojom na finančných trhoch môže dôjsť k výraznejšiemu rastu úrokových sadzieb, čo by sa odrazilo vo zvýšení odhadovaných úrokových výdavkov. Na dosiahnutie strednodobého cieľa vytýčeného v AKP (do roku 2010 znížiť cyklicky upravený deficit verejnej správy očistený o jednorazové efekty na úroveň 0,8 %), bude nevyhnutné uskutočniť dodatočné konsolidačné opatrenia.

Udržateľnosť inflácie sa spája s viacerými v minulosti identifikovanými rizikami. Medzi riziká patrí najmä vývoj cien ropy a možný vyšší než očakávaný dopad na zvýšenie regulovaných cien energií. Neistý je aj vývoj cien potravín, hlavne v nadväznosti na vývoj cien poľnohospodárskych komodít. Proti rastu cien potravín, by mohlo pôsobiť prípadné zosilnenie konkurencie vyvolané avizovanými investíciami do maloobchodných predajných sietí. Ďalší rast regulovaných cien energií a cien potravín sa môže následne prejaviť vo vyšších cenách služieb. Tu však bude pretrvávajúť aj prorastové riziko vyplývajúce zo stúpajúcej zamestnanosti, rastu nominálnej a reálnej mzdy. Vývoj v prvom štvrtroku 2008, kedy dynamika vývoja reálnej produktivity práce zaostala za dynamikou reálnej mzdy, naznačil, že zabezpečenie rýchlejšieho rastu produktivity práce ako miezd môže byť čoraz náročnejšie. V prospech zvyšovania tlakov na rast miezd bude pôsobiť aj nedostatok pracovných miest v niektorých segmentoch trhu práce. V prostredí rýchleho rastu ekonomiky založenom na raste produktivity práce sa môže prejaviť výraznejší vplyv Balassa-Samuelsonovho efektu na zvyšovanie inflácie. Vplyv posilňovania výmenného kurzu na infláciu bol v roku 2007 nízky. Napriek tomu, nielen v spojení so súčasným konvergenčným procesom, ale aj v kvôli zafixovaniu kurzu pri prechode na euro, je potrebné minimálne počas najbližších 10 až 20 rokov uvažovať s vyšším rastom cien ako v eurozóne.

REÁLNA KONVERGENCIA

V roku 2007 zaznamenalo Slovensko výrazný pokrok aj v reálnej konvergencii. Priemerný hospodársky rast dosiahol dvojčífnú hodnotu a vo 4. štvrtroku stúpil na najvyššiu hodnotu v histórii (14,3 %). Štruktúra rastu bola vyvážená, ovplyvnená zahraničným aj domácim dopytom. Výkonnosť ekonomiky SR meraná ukazovateľom HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily sa zvýšila na 68,7 %⁹ priemernej výkonnosti EÚ.

Inflačný diferencál medzi Slovenskom a EÚ bol záporný. Pod vplyvom rekordného posilnenia slovenskej koruny sa však dobiehanie cenovej úrovne EÚ v roku 2007 nezastavilo. Relatívna cenová hladina na Slovensku prekročila 60 % priemeru EÚ.

Percentuálny prírastok zahraničného obchodu v hodnotovom vyjadrení sa medziročne spomalil. Zároveň sa prehĺbil nárast rastu vývozu nad dovozom, čo sa prejavilo v nižšom deficite obchodnej bilancie (1,2 % HDP). Deficit bežného účtu platobnej bilancie klesol na 5,3 % HDP.

Rast dovozu zaostal za rastom HDP v bežných cenách. Celková otvorenosť slovenskej ekonomiky vyjadrená podielom zahraničného obchodu tovarov a služieb na HDP sa v roku 2007 mierne znížila (na 173,2 % HDP).

Jedným z dôležitých faktorov, ktoré podporili dezinfláciu, bol pozitívny vývoj na trhu práce. Jednotkové náklady práce¹⁰ sa v roku 2007 takmer nezmenili. Nominálne kompenzácie na zamestnanca stúpili o 8,2 % a rast reálnej produktivity práce akceleroval na 8,1 %. Priemerná reálna mzda rástla o polovicu pomalším tempom. Úroveň produktivity práce na Slovensku dosiahla 76,7 % úrovne produktivity práce v EÚ.

Pokračoval trend poklesu miery nezamestnanosti. Miera nezamestnanosti vypočítaná na základe výberového zisťovania pracovných síl klesla z 13,3 % na 11,0 %. Miera zamestnanosti prekročila 60 %. Napriek výraznému poklesu počtu dlhodobo nezamestnaných, podiel dlhodobej nezamestnanosti na celkovej nezamestnanosti je naďalej vysoký (viac ako 70 %).

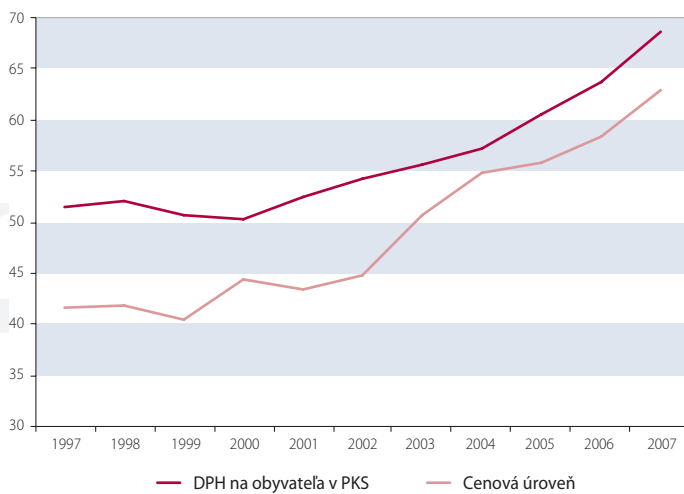
Hodnotenie zmien štruktúry ekonomiky je zaujímavé hlavne v horizonte niekoľkých rokov. Z po-

⁹ Odhad Eurostatu pre rok 2007.

¹⁰ Definícia podľa metodiky ESA 95: Jednotkové náklady práce = Kompenzácie na zamestnanca v b. c. / Produktivita práce v s. c. (ESA 95).

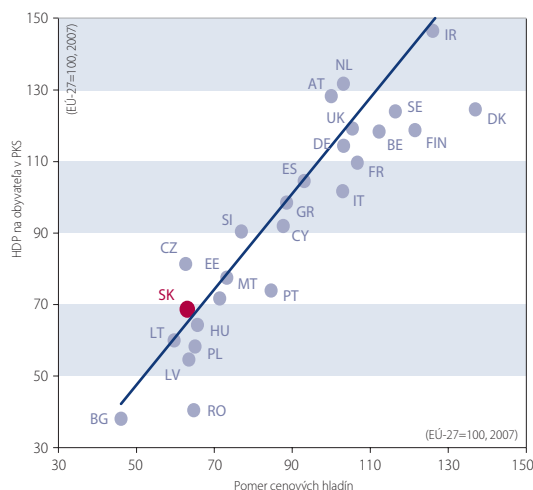


Graf 3 Vývoj reálnej konvergencie SR (priemer EÚ-27=100)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Graf 4 Pomer cenových hladín a výkonnosti krajín EÚ



Zdroj: Eurostat.

hľadu medziročného vývoja ale stojí za zmienku medziročný pokles významu poľnohospodárskej výroby. V roku 2007 sa v poľnohospodárstve vyprodukovalo už len 2,9% pridanej hodnoty. V rozpore s doterajším trendom poklesu významu priemyslu v prospech služieb, došlo k opätovnému zvýšeniu príspevku priemyselnej výroby na hrubej pridanej hodnote. Súvisí to predovšetkým s rozbehom výroby v nových podnikoch automobilového a elektrotechnického priemyslu.

Pridaná hodnota nefinančného sektora rástla rovnakým tempom ako v predchádzajúcom roku. Medziročná zmena objemu vyprodukovaného zisku sa síce medziročne znížila, no udržala si dvojcifernú hodnotu.

STAV ŠTRUKTURÁLNYCH A INŠTITUCIONÁLNYCH REFORIEM

V posledných rokoch sa reformné úsilie výrazne spomalilo. V súčasnosti dochádza k miernym úpravám realizovaných štrukturálnych reforiem. Po úprave dani z príjmu a opätovnom zavedení zníženej sadzby dane z pridanej hodnoty sa pristúpilo k zmenám v dôchodkovom systéme. Najvýznamnejším opatrením bolo zavedenie prechodného obdobia, počas ktorého mohli športelia vystúpiť z kapitalizačného piliera. Popri tom bol zvýšený maximálny vymeriavací základ a predĺžené minimálne obdobie sporenia. Sprísnil sa tiež podmienky pre priznanie predčasného dôchodku. Pre osoby prvýkrát vstupujúce na trh práce sa stal II. pilier dobrovoľný. V skutočnosti tieto opatrenia nemali významný vplyv na zlepšenie udržateľnosti priebežného systému. Zlepšenie by mohli priniesť správne nastavené zásahy zamerané na dlhodobú stabilizáciu priebežného systému, ktoré budú vypracované v druhej etape.

V záujme zachovania rýchleho a udržateľného dobiehania životnej úrovne ostatných členov eurózy, ale aj v snahe podporiť prejavenie sa pozi-

Tab. 4 Aktuálne ukazovatele reálnej konvergenie a stavu ekonomiky (rok 2007)

Ukazovatele reálnej konvergenie		Porovnateľný ukazovateľ v EÚ-27
Podiel HDP SR a EÚ (v PKS na osobu)	68,7 % ¹⁾	100 %
Pomer cenových hladín v SR a EÚ	63,0 % ¹⁾	100 %
Reálny rast HDP	10,4 %	2,9 %
Otvorenosť ekonomiky		
Vývoz	86,4 % HDP	
Dovoz	86,8 % HDP	
Bežný účet PB	-5,3 % HDP	-0,7 % HDP
Prílev PZI	3,5 % HDP	2,6 % HDP
Trh práce a zamestnanosť		
Miera zamestnanosti	60,7 %	65,4 %
Miera nezamestnanosti (VZPS)	11,0 %	7,1 %
Rast produktivity práce (ESA 95)	8,1 %	1,3 %
Rast ULC (ESA 95)	0,2 %	1,7 %

1) Odhad Eurostatu.

Vysvetlivky: VZPS – Výberové zisťovanie pracovných síl; ULC – Jednotkové náklady práce; ESA 95 – metodika ESA 95 (European system of accounts).

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, vlastné výpočty.



tív a potlačiť prípadné komplikácie vyplývajúce zo zavedenia eura, bol prijatý Modernizačný program Slovensko 21. Cieľom dokumentu je poskytnúť impulz pre modernizačné úsilie a načrtnúť konkrétne opatrenia pre oblasť vedy a výskumu, vzdelávania, trhu práce a podnikateľského prostredia. Navrhnuté opatrenia sú formulované na základe najdôležitejších zistení a odporúčaní domácich a zahraničných expertných analýz. Za ich implementáciu sú v závislosti od obsahu zodpovedné jednotlivé ministerstvá. Krátkodobé opatrenia by mali byť uvedené do praxe a dlhodobé opatrenia by mali byť minimálne rozpracované do konkrétnych akčných plánov už počas roka 2008.

Modernizačný program viac-menej reflektuje odporúčania Európskej komisie vyplývajúce zo Stratégickej správy o obnovení Lisabonskej stratégie.¹¹ Pre krajiny EÚ ako celok platí, že hoci vo všeobecnosti panuje zhoda v tom, čo treba urobiť, výsledky sa dostávajú nerovnomerne. Za ostatných 12 mesiacov bolo badať určité znaky tzv. „reformnej únavy“. Z hodnotenia Správy o pokroku v implementácii Národného programu reforiem SR¹² vyplýva, že Slovensko preukázalo mierny pokrok v plnení záväzkov schválených na jarnom zasadnutí Európskej rady v roku 2006 pre prioritné oblasti. EK vyzvala Slovensko k zvýšeniu výdavkov na vzdelávanie, výskum, vývoj a inovácie, zlepšenie regulačného prostredia, riešenie dlhodobej nezamestnanosti, dokončenie reformy systému vzdelávania a odbornej prípravy a zvýšenie jeho kvality v súlade s potrebami trhu práce.

Hodnotenie kvality podnikateľského prostredia obsiahnuté v štúdii Doing Business,¹³ ktorú pravidelne publikuje Svetová banka, potvrdzuje nulový pokrok Slovenska v tejto oblasti. Celkové postavenie Slovenska sa zatiaľ výrazne nezhoršilo, keďže pokleslo o jednu priečku na 32. miesto spomedzi 178 krajín. V rámci krajín EÚ si reálne zhoršilo postavenie v porovnaní s Francúzskom, ktoré ho predstihlo. Pod vplyvom realizovaných reforiem stráca Slovensko postupne náskok pred krajinami V4. V súvislosti so zlepšujúcou sa situáciou v porovnaných krajinách sa najviac zhoršilo umiestnenie Slovenska v podmienkach pre zahraničný obchod a v náročnosti začatia podnikania.

Výhľad reálnej konvergencie

Tempo dobiehania vyspelých krajín sa bez uskutočnenia dodatočných rozvojových impulzov spomalí. V porovnaní s očakávaným vývojom v ostatných krajinách EÚ bude Slovensko v horizonte do roku 2010 stále patriť medzi najrýchlejšie rastúce krajiny.

Podľa našich odhadov podiel HDP na obyvateľa v SR a EÚ (v PKS) vzrastie do roku 2010 na 76 % a podiel cenových hladín v SR a EÚ sa zvýši na 70 %. V súvislosti so zvyšujúcim sa objemom zahraničného obchodu stúpne aj otvorenosť ekonomiky SR.

V dôsledku postupného napĺňania výrobných kapacít v nových priemyselných podnikoch sa zachová rast vývozu prevyšujúci rast dovozu, čo by sa malo už v roku 2009 prejavíť v prebytkovej obchodnej bilancii. Zároveň bude klesať podiel deficitu bežného účtu na HDP. Zahraničný dopyt však už nebude rozhodujúcou zložkou ekonomického vývoja. V porovnaní s rokom 2007 sa zmierni aj rast konečnej spotreby domácností, jej podiel na celkovom raste HDP sa ale v porovnaní s ďalšími zložkami zvýši. Tvorba hrubých fixných aktív by mala zostať najdynamickejšou zložkou HDP v stálych cenách. Na základe aktuálnych predikcií¹⁴ si Slovensko v najbližších rokoch udrží relatívne vysoký hospodársky rast. Dynamický bude vývoj produkcie i potenciálu. Produkčná medzera by mala byť kladná s hodnotou do 0,5 p. b.

Menšie očakávané prírastky reálnej produktivity práce a zotrvanie aktuálnej miery rastu kompenzácií na zamestnanca sa premietnu v čiastočne vyššej dynamike jednotkových nákladov práce. Avšak rast produktivity práce by mal aj v nasledujúcich rokoch prevyšovať rast reálnych miezd a tlmíť nežiaduce dopytové tlaky. Dodatočné inflačné tlaky by nemali vznikáť ani v súvislosti s vývojom konečnej spotreby verejnej správy. Z doterajších záväzkov súčasnej vlády vyplýva, že spotreba verejnej správy by mala v budúcnosti zostať najpomalšie stúpajúcou zložkou HDP.

Úzke miesta reálnej konvergencie

Napriek významnému medziročnému poklesu nezamestnanosti, ktorý sa prejavil v poklese miery dlhodobej nezamestnanosti, dlhodobá i celková miera nezamestnanosti sú najvyššie v rámci EÚ. OECD vo svojej publikácii Economic Policy Reforms: Going for Growth 2008¹⁵ konštatuje, že úroveň HDP na obyvateľa na Slovensku sa výrazne priblížila priemernej hodnote pre krajiny OECD. Zároveň pretrvávajú veľké medzery vo využívaní a produktivite pracovných síl. Odporúča sa znížiť daňový klin zavedením zamestnaneckého bonusu pre domácnosti s deťmi, ktoré majú nízke príjmy. V oblasti vzdelávacieho systému navrhuje najmä zvýšiť dostupnosť predškolských zariadení, zefektívniť odborné školstvo a zaviesť poplatky na vysokých školách. Pri zamestnávaní ľudí v neskoršom veku by bolo dobré zaviesť indexáciu

- 11 *Strategická správa o obnovení Lisabonskej stratégie pre rast a zamestnanosť: spustenie nového cyklu (2008 – 2010)*, EK, december 2007.
- 12 *Správa o pokroku v implementácii Národného programu reforiem Slovenskej republiky na roky 2006 – 2008*, október 2007.
- 13 *Doing Business in 2008*. Svetová banka, 2007.
- 14 *Strednodobá predikcia (P2Q-2008)*, NBS, apríl 2008.
- 15 *Economic Policy Reforms: Going for Growth 2008*, OECD, marec 2007.

Tab. 5 Výhľad výkonnosti, cenovej hladiny a otvorenosti ekonomiky SR

	2008	2009	2010
Podiel HDP na obyvateľa SR a EÚ (v PKS)	70,7 % ¹⁾	73,5 % ²⁾	76,4 % ²⁾
Pomer cenových hladín v SR a EÚ	65,2 % ²⁾	67,7 % ²⁾	70,0 % ²⁾
Podiel vývozu a dovozu na HDP	176,8 %	177,4 %	177,2 %

1) Odhad Eurostatu; 2) Vlastný odhad.
Zdroj: Eurostat, NBS, vlastné výpočty.



- 16 Ak si Rumunsko v roku 2007 udržalo rast zaznamenaný v predchádzajúcich rokoch, stane sa Slovensko krajinou EÚ s druhým najnižším pomerom výdavkov na výskum a vývoj k HDP. Pritom objem investícií do výskumu a vývoja rastie aj na Cypre, ktorý dosiahol v roku 2006 iba o 0,06 % HDP menší podiel výdavkov ako Slovensko.
- 17 Strategická správa o obnovení Lisabonskej stratégie pre rast a zamestnanosť: spustenie nového cyklu (2008 – 2010), EK, december 2007.
- 18 Lalinský, T.: Faktory konkurencieschopnosti slovenských podnikov, Výskumná štúdia 3/2008, NBS, máj 2008.
- 19 Správa o stave podnikateľského prostredia v Slovenskej republike s návrhmi na jeho zlepšovanie, MH SR, 2007.

Tab. 6 Výhľad ukazovateľov reálnej ekonomiky

	2008	2009	2010
HDP (reálny rast)	7,4 %	6,9 %	6,5 %
Konečná spotreba domácností (reálny rast)	6,2 %	6,5 %	6,4 %
Konečná spotreba verejnej správy (reálny rast)	2,0 %	1,9 %	1,9 %
Tvorba hrubého fixného kapitálu (reálny rast)	7,4 %	7,9 %	6,7 %
Vývoz tovarov a služieb (reálny rast)	11,2 %	8,6 %	7,2 %
Dovoz tovarov a služieb (reálny rast)	9,7 %	7,4 %	6,6 %
Bilancia bežného účtu PB (podiel na HDP)	-3,4 %	-1,7 %	-0,3 %
Zamestnanosť (VZPS, rast)	1,9 %	1,5 %	1,0 %
Priemerná mesačná mzda (reálny rast)	3,4 %	4,1 %	4,2 %
Produktivita práce (reálny rast)	5,6 %	5,4 %	5,6 %

Zdroj: NBS.

Vysvetlivky: VZPS – Výberové zisťovanie pracovných síl.

Literatúra

1. Benčík a kol., Odhad Balassa-Samuelsónovho efektu v ekonomike SR, NBS, december 2005.
2. Doing Business in 2008. Svetová banka, 2007.
3. Doliak, M., Karmažin, B.: Analýza vplyvu výmenného kurzu na spotrebiteľské ceny. Disagregovaný pohľad. Biatic, roč. 15, 2007, č. 11, s. 4-8.
4. Economic policy reforms: Going for growth 2008, OECD, marec 2007.
5. Konkretizácia stratégie prijatia eura v SR, MF SR a NBS, september 2004.
6. Konvergenčná správa 2004, ECB, október 2004.
7. Konvergenčná správa 2006, ECB, december 2006.
8. Konvergenčná správa 2008, ECB, máj 2008.
9. Konvergenčný program Slovenska na roky 2007 až 2010, MF SR, november 2007.
10. Lalinský, T.: Faktory konkurencieschopnosti slovenských podnikov, Výskumná štúdia 3/2008, NBS, máj 2008.
11. Menový program NBS do roku 2008, NBS, december 2004.
12. Návrh východísk rozpočtu verejnej správy na roky 2009 až 2011, MF SR, marec 2008.
13. Správa o pokroku v implementácii Národného programu reforiem Slovenskej republiky na roky 2006 – 2008, október 2007.
14. Správa o stave podnikateľského prostredia v Slovenskej republike s návrhmi na jeho zlepšovanie, MH SR, 2007.
15. Stratégia prijatia eura v SR, MF SR a NBS, júl 2003.
16. Strategická správa o obnovení Lisabonskej stratégie pre rast a zamestnanosť: spustenie nového cyklu (2008 – 2010), EK, december 2007.
17. Strednodobá predikcia (P2Q-2008), NBS, apríl 2008.
18. Vladová, A.: Pôsobenie Balassa-Samuelsónovho efektu v slovenskej ekonomike. Biatic, roč. 15, 2007, č. 11, s. 18-26.

dôchodkového veku na priemernú dĺžku života a prispôsobiť výšku dôchodkov veku odchodu do dôchodku. Pre podporu mobility pracovnej sily, zefektívnenie trhu s bytmi a rozvoj trhu s prenajímanými bytmi OECD odporúča upraviť legislatívu, zefektívniť riešenie súdnych sporov, posilniť konkurenciu v stavebníctve a pristúpiť k efektívnejšiemu cieleniu štátnych dotácií. V oblasti vymožitelnosti práva vidí rezervy hlavne vo verejnom obstarávaní.

Situácia vo výskume a vývoji sa nezlepšuje. Vzhľadom na tretí najnižší pomer výdavkov na výskum a vývoj na HDP v rámci krajín EÚ by sme mohli očakávať relatívne rýchlu konvergenciu k priemeru, v súlade s vývojom v iných oblastiach. V skutočnosti však podiel výdavkov na výskum a vývoj v posledných rokoch medziročne klesá. Odhad Eurostatu pre rok 2007 je iba 0,46 % HDP.¹⁶ Vývoj potvrdzuje, že pre Slovensko je nedosiahnuteľný nielen pôvodný cieľ EÚ, ale aj vlastný cieľ stanovený na 1,8 % HDP do roku 2010.

Zo Strategickej správy¹⁷ Európskej komisie vyplýva, že Slovensko by malo sústrediť svoju pozornosť aj na úplné zavedenie jednotných kontaktných miest pre začínajúce spoločnosti, podporu informačných a komunikačných technológií najmä pre širokopásmovú sieť, posilnenie vzdelávania k podnikaniu, ako aj zintenzívnenie hospodárskej súťaže v dodávkach energie, riešenie rodových rozdielov v odmeňovaní a zamestnanosti, rozvoj stratégie aktívneho starnutia a vytváranie pracovných príležitostí pre mladých ľudí.

Zavedením eura sa odstráni väčšina kurzového rizika, ktoré v súčasnosti vo výraznej miere ovplyvňuje konkurencieschopnosť podnikov na Slovensku. Hrozbou zostane prípadný pretrvávajúci rast cien energetických surovín. Umocní sa význam odvetvových faktorov, ako napríklad dostupnosť kvalifikovanej pracovnej sily a pracovnej sily s medzinárodnými skúsenosťami. Úzkym miestom bude tiež dostupnosť a kvalita špecializovaných

vzdelávacích a výskumných služieb, čo bude zhoršovať možnosti prechodu na vyššiu úroveň konkurencieschopnosti založenej na inováciách.¹⁸

V Správe o stave podnikateľského prostredia¹⁹ sa konštatuje, že v súčasnej dobe neexistujú v podnikaní na Slovensku závažné bariéry. Odvodové zaťaženie vníma podnikateľský sektor ako najväčšiu prekážku rozvoja podnikania v poslednom období. Spracovaná a schválená bola Agenda lepšej regulácie v Slovenskej republike a návrh Akčného programu znižovania administratívneho zaťaženia podnikania v Slovenskej republike 2007 – 2012. Predmetná agenda by mala viesť k tomu, aby v roku 2009 mohol byť jasne stanovený reálny cieľ, o koľko percent sa zníži do roku 2012 administratívna záťaž na národnej úrovni.

ZHRNUTIE

Konvergenčné správy ECB a EK z mája 2008 potvrdili splnenie všetkých maastrichtských kritérií. Rada ministrov pre hospodárske a finančné záležitosti EÚ (ECOFIN) prijala 8. júla 2008 konečné rozhodnutie o prijatí eura na Slovensku k 1. januáru 2009. Na základe aktuálnych odhadov hospodárskeho vývoja na najbližšie roky by Slovensko malo aj naďalej plniť inflačné a fiškálne kritérium. Vzhľadom na pokračujúce dobiehanie vyspelých krajín EÚ však bude Slovensko ešte relatívne dlhú dobu zaznamenávať kladný inflačný diferenciel v porovnaní s priemerom EÚ.

Výrazný pokrok dosahuje Slovensko aj v oblasti reálnej konvergencie. Rekordný ekonomický rast sprevádza rast potenciálu ekonomiky. Štruktúra rastu je vyvážená, s vysokým podielom zahraničného dopytu. Silnejúci zahraničný dopyt znižuje vonkajšiu nerovnováhu. Rápidny vzostup produktivity práce viedol k ďalšiemu spomaleniu dynamiky jednotkových nákladov práce. Zvýšila sa aj zamestnanosť a poklesla miera nezamestnanosti. Oblasť trhu práce však naďalej zostáva úzkym miestom reálnej konvergenencie.



Slovenskú korunu nahradí euro

2. časť

Ing. Pavol Kyjac
Národná banka Slovenska

S rozpadom Rakúsko-uhorskej monarchie v roku 1918 zanikla aj jej korunová mena. Nástupnícke štáty, ktorým rozpad monarchie zanechal predovšetkým dedičstvo hospodárskeho a menového rozvratu, si postupne vytvorili vlastné peňažné a menové systémy. Jediným štátom bývalej monarchie, ktorý si pre svoju menu ponechal označenie koruna bolo Československo.

Nová československá mena vznikla začiatkom marca 1919. Československo sa v tomto čase považovalo za štát s pomerne silným hospodárstvom. Pre vývoj československej korunovej meny bolo zložitejšie obdobie počas rokov 1939 – 1945. V týchto rokoch v dôsledku vojnových udalostí na našom území obiehali peniaze slovenskej korunovej meny, ako aj českomoravská koruna na území Čiech a Moravy.

MEŇOVÝ ROZVRAT RAKÚSKO-UHORSKA

Menový rozvat Rakúsko-Uhorska bol neodvratný. Vzhľadom na výsledok 1. svetovej vojny. Rakúsko-uhorská banka vo vojnových rokoch bola síce bankou, ktorá riadila peňažný obeh, ale v podstate už od roku 1914 ju vláda „usmerňovala“ k osobitným opatreniam, ktoré súviseli s financovaním vojnových výdavkov aj prostredníctvom vydávania štátoviek. Tiež je známe, že Rakúsko-uhorská banka sa pokúšala stabilizovať v tomto čase menový systém, ale jej opatrenia boli viac menej neúčinné a situácia sa uberala iným, ako želaným smerom. V konečnom dôsledku banka poskytla štátu aj niekoľko pôžičiek, nakoľko vláda zrušila predpisy o zákaze poskytovať úvery štátu. Zrušené boli aj predpisy o povinnom zlatom krytí meny. Menové metódy vtedajšej vlády viedli po-

stupne k veľkému rastu obeživa, ktorý spolu s rastom cien, bol zasa živnou pôdou na rast inflácie.

Rakúsko-uhorská banka, ktorá bola pôvodne zriadená na vykonávanie nezávislej peňažnej politiky. Prvá svetová vojna, ako aj nedchádzajúci vývoj udalostí bol jedným z dôvodov postupujúceho zániku činnosti Rakúsko-uhorskej banky. Významnou mierou k tomu prispela 1. svetová vojna, ako aj nadchádzajúci vývoj povojnových udalostí. Na druhej strane Rakúsko-uhorská banka nesporne zohrala významnú úlohu v rozvoji ekonomík vo všetkých nástupníckych štátoch. Oficiálne prestala existovať na základe mierovej zmluvy s Rakúskom z roku 1919. Nástupnícke štáty monarchie si začali vytvárať svoje vlastné cedulové banky a svoje meny.

VZNIK ČESKOSLOVENSKEJ MENY – KORUNY ČESKOSLOVENSKEJ (Kč)

Po roku 1918 vláda Československej republiky (ČSR) prejavila snahu rýchlo sa odlúčiť od vtedajšej menovej sústavy. Odluku spečatilo dňa 25. februára 1919 prijatie Zákona o kolkovaní bankoviek a o štátnej pôžičke. Samostatná československá mena vznikla začiatkom marca 1919, pričom opatrenia menovej reformy z roku 1919 sledovali dva základné ciele: vytvoriť vlastný menový systém a zastaviť infláciu.



Československý päťdesiathaliernik z roku 1921, 50 h.



Kolkovaná rakúsko-uhorská stokorunová štátovka, 100 K, predná strana.



Československá štátovka II. emisie v hodnote 5000 Kč z roku 1920, predná a zadná strana.



Rakúsko-uhorská dvojkorunová bankovka, 2 K, platná po vzniku ČSR, predná strana.



Päťkorunová štátovka I. emisie z 15. apríla 1919, 5 Kč, predná strana.

Technicky k vzniku novej meny došlo tak, že na rakúsko-uhorské papierové peniaze, ktoré sa k 1. marcu 1919 nachádzali na území Československa, sa nalepili kolky. Kolok predstavoval pritom 1 % z hodnoty každej okolkovanej bankovky, teda napr. na rakúsko-uhorskej stokorunáčke bol nalepený kolok v hodnote jednej koruny. Zaujímavosťou je, že kolky boli pôvodne strihané. Na uľahčenie manipulácie boli neskôr zúbkované. Vyskytol sa však veľký počet ich falzifikátov. Ak sa v obehu objavili falošné kolky ešte v období platnosti papierových peňazí, boli okamžite úradne znehodnotené, a to buď pečiatkou, alebo škrtom pera.

So vznikom novej československej meny v marci 1919 bol súčasne ustanovený Bankový úrad pri Ministerstve financií v Prahe, ktorý plnil funkciu centrálnej banky až do roku 1926, do vzniku Národnej banky československej. Bankový úrad vykonával funkciu verejného štátneho emisného ústavu.

Nová československá koruna sa k Rakúsko-uhorskej korune vymieňala v pomere 1 : 1. Jedno a dvojkorunové bankovky boli z kolkovania vylúčené. Okolkované bankovky vyšších nominálnych hodnôt sa vymieňali za nové československé papierové peniaze, ktoré boli tlačené v zahraničí. Nová mena – koruna československá (Kč) sa delila na 100 halierov. Na začiatku menovej odľuky na území bývalého Rakúsko-Uhorska obiehalo niekoľko desiatok miliárd korún.

Majiteľom však vrátili len polovicu okolkovovaných bankoviek, druhú polovicu im zadržali ako štátnu pôžičku. Na československom území mali takto zadržané bankovky hodnotu vyššiu ako 7 mld. korún.

Menová reforma z roku 1919 čelila silnejúcej inflácii, ale znehodnocovanie československej koruny pokračovalo aj po menovej reforme. Inflačný vývoj meny sa premietol do kurzového vývoja československej koruny voči švajčiarskemu franku (Šfrs), ktorý bol stabilnou menou. V marci 1919 sa 100 Kč rovnalo 28,63 Šfrs, v roku 1921 to bolo už len 9,65 Šfrs. Takýto kurzový vývoj však na druhej strane podporoval vývoz.

Posilňovaniu kurzu Kč napomáhala aj účelové skupovanie zahraničných pohľadávok za devízy. Od roku 1921 do roku 1922 vzrástla kúpna sila československej koruny približne trojnásobne. Od roku 1923 nastáva viacročné obdobie stabilizácie kurzu Kč približne na úrovni 16 Šfrs za 100 Kč, resp. približne 3 USD za 100 Kč. Posilňovaním kurzu Kč sa československé výrobky stávali v zahraničí pomerne drahými, čo malo vplyv na ich konkurenčnú schopnosť.

VZNIK NÁRODNEJ BANKY ČESKOSLOVENSKÉJ (NBČS)

Dňa 1. apríla 1926 bola založená Národná banka československá, ktorá bola cedulovou bankou s výhradným právom vydávania bankoviek.

Národnú banku Československa riadil guvernér, ktorého menoval prezident.

Funkčné obdobie guvernéra bolo 5 rokov, bola centrálnou bankou s právnou formou akciovej



spoločnosti a za úlohu mala 15 rokov spravovať menu. Po technickej stránke Národná banka československá prevzala všetky funkcie, aktíva a pasíva dovtedajšieho Bankového úradu Ministerstva financií. Koncom roka 1929 došlo k uzákoneniu vzájomného pomeru československej koruny k zlatu, stanovením kurzu Kč Národnou bankou Československa na úrovni 44,58 miligramov rýdneho zlata, čo zodpovedalo podielu 100 Kč k 2,9629 USD. Československá koruna získala štandard zlatej devízy.

PEŇIAZE ČESKOSLOVENSKEJ REPUBLIKY (ČSR)

Z dejín československej meny je známe, že kým sa prvé vlastné československé peniaze dostali do rúk československému obyvateľstvu, bolo potrebné prekonať viaceré ťažkosti. Jednou z nich bola skutočnosť je jediná mincovňa, ktorá bola v Kremnici a ktorú Československo prevzalo po Rakúsko-Uhorsku dňa 16. decembra 1918, bola v čase prevzatia takmer úplne vyrabovaná, bez potrebného zariadenia a materiálov potrebných na razenie mincí. Situácia si vyžadovala nielen technické riešenie, ktoré predpokladalo zrekonštruovanie mincovne, ale aj zabezpečenie nových mincových majstrov. Situácia po vojne bolo hodnotená ako vážna, nakoľko technicky nebolo možné vytlačiť potrebné množstvo peňazí. Skonsolidovanie vnútorného stavu mincovne sa datuje k začiatku roka 1919. Avšak proces konsolidácie podniku v Kremnici pokračoval celý rok 1919, od prísluhu Ministerstva financií z 2. mája ponechať mincovňu v Kremnici, až po založenie odborovej organizácie robotníkmi. Výroba sa v Kremnickej mincovni začala rozbiehať najskôr v obmedzenom rozsahu, až v roku 1920.

Pri rozhodovaní o názve novej meny boli v „hre“ aj tieto názvy: sokol, toliar, groš a lev.

Pre názov novej československej meny sa vláda rozhodla až po dlhých diskusiách. Rakúsko-uhorské platidlá boli v obehu do 26. februára 1919. V tento deň československá vláda rozhodla o okolovaní rakúsko-uhorských bankoviek. V Českých krajinách sa kolkovanie uskutočňovalo do 9. marca 1919, na Slovensku trvalo do 12. marca 1919. Kolkom boli označené bankovky v hodnotách 10, 20, 50, 100 a 1000 korún. Takýmto spôsobom označené staré rakúsko-uhorské bankovky boli zákonom vyhlásené za prvé štátovky Československej republiky.

Bankovky Národnej banky československej

Nominál	Dátum vydania	Doba platnosti	Rozmery v mm
10 Kč	02. 01. 1927	11. 04. 1927 – 23. 10. 1939	143 x 84
20 Kč	01. 10. 1926	26. 03. 1927 – 09. 12. 1939	149 x 74
50 Kč	01. 10. 1929	27. 04. 1931 – 24. 07. 1939	162 x 81
100 Kč	10. 01. 1931	25. 10. 1932 – 06. 06. 1939	170 x 88
500 Kč	02. 05. 1929	16. 03. 1931 – 26. 04. 1939	185 x 94
1000 Kč	08. 04. 1932	22. 07. 1933 – 26. 04. 1939	197 x 103
1000 Kč	25. 05. 1934	07. 12. 1935 – 26. 04. 1939	200 x 105



Dvadsatkorunová bankovka NBČS z roku 1926, 20 Kč, predná a zadná strana.

K formálnemu ustanoveniu československej meny došlo dňa 10. apríla 1919.

V tomto čase boli pripravované aj prvé výtvorné návrhy nových československých peňazí. Tvorcami týchto návrhov boli významní umelci: Alfons Mucha, Josef Horejc, Otakar Španiel a Otto Gutfreund.

Prvými papierovými peniazmi bolo deväť štátoviek v nominálnych hodnotách od 1 koruny do 5000 korún s vyznačením dátumu 15. apríl 1919. Nie je na nich ešte štátny znak republiky, nakoľko v tom čase štátny znak ešte nebol pevne určený.

Na prvých štátovkách je podpísaný prvý československý minister financií Dr. Alois Rašín. Štátovky neboli opatrené potrebnými ochrannými prvkami, a preto sa po čase začali objavovať ich prvé falošné napodobeniny.

Štátovky 2. emisie, boli vydávané v rokoch 1920 – 1923, boli tlačené v USA a v tlačiarni v Prahe a po technickej stránke z pohľadu ochrany pred falšovaním boli dokonalejšie ako štátovky 1. emisie. V rámci 2. emisie bolo vydaných päť rôznych štátoviek.



Československý dvadsathaliernik z roku 1921, 20 h.



Stokorunová bankovka NBČS z roku 1931, 100 Kč, predná a zadná strana.



Tisíckorunová bankovka NBČS z roku 1934, 1000 Kč, zadná strana.



Jednokorunová minca z roku 1922, 1 Kč, rub a líca.

Prvými bankovkami vydanými Národnou bankou Československa, ktoré začali platiť v roku 1927 boli dvadsaťkorunáčka a desaťkorunáčka, v roku 1931 to boli bankovky v nominálnych hodnotách 50 korún a 500 korún, ďalej v roku 1932 stokorunáčka, ktorej autorom bol Max Švabinský, a v rokoch 1933 a 1935 nasledovali československé tisíckorunáčky.

Pokiaľ ide o československé mince, tie sa v dôsledku rekonštrukcie kremnickej mincovne začali raziť až v roku 1921. Prvými mincami československej meny s letopočtom 1921 bol dvadsaťhaliernik a päťdesiathaliernik.

Dvadsaťhaliernik aj päťdesiathaliernik, boli dané do obehu v roku 1922, na lícovej strane mali malý štátny znak, nápis ČESKOSLOVENSKÁ REPUBLIKA a dole uvedený letopočet. Na reverze 20 halierovej mince bol snop klasov s kosákom a vľavo číslica 20. Minca mala priemer 20 mm, hladkú hranu a vyrobená (razená) bola zo zliatiny medi a niklu v pomere 80 : 20.

Päťdesiathaliernik mal na reverze dva zväzky klasov s dvoma lipovými vetvičkami a hore číslicu 50. Minca mala priemer 22 mm, vrúbkovanú hranu a bola vyrobená z medi a niklu tiež v pomere 80 : 20. Autorom oboch mincí bol Otakar Španiel.

Otakar Španiel sa podieľal aj na stvárnení jednokorunovej mince, ktorá v nominálnom vyjadrení 1 Kč predstavovala základnú menovú jednotku menovej sústavy novej československej meny. Do obehu sa dostala v roku 1922. Na Slovensku platila 1 Kč do 31. mája 1941, v Protektoráte Čechy a Morava do 31. júla 1941 a v ČSR do 31. mája 1947. Na jednej strane mince bol malý štátny znak, nápis ČESKOSLOVENSKÁ REPUBLIKA a dole uvedený letopočet. Na druhej (opačnej) strane mince bola kľačiacia žena so snopom obilja a s číslicou 1, vľavo. Priemer mala 25 mm, vrúbkovanú hranu a vyrobená bola zo zliatiny medi a niklu v pomere 80 : 20. Platidlom bola aj strieborná desaťkorunáčka razená začiatkom 30-tych rokov minulého storočia.

V rokoch 1928 a 1937 boli vyrobené prvé československé pamätne mince. Bola to strieborná desaťkorunáčka pri príležitosti 10. výročia vzniku ČSR s vyobrazením T. G. Masaryka a strieborná dvadsaťkorunáčka vydaná k úmrtiu T. G. Masaryka. K roku 1937 sa viaže zberateľsky vzácna niklová 5 Kč minca. Vzácnosť tejto mince spôsobila, že sa vyskytli pokusy o jej falšovanie, a to úpravou letopočtu. Za zberateľsky najvzácnejšiu sa však považuje 5 halierová minca z roku 1924. Skutočný počet razených 5 halierových mincí s letopočtom 1924 nie je známy. I v tomto prípade sa vyskytli falzifikáty s rytecky upraveným letopočtom.

V medzivojnovom období 1918 – 1939 boli razené aj obchodné zlaté mince rýdzosti Au 986/1000, verejnosti známejšie ako československé dukáty. Podľa hmotnosti a aj priemeru išlo o: dukáty resp. jednodukáty s hmotnosťou 3,491 g a priemerom 19,75 mm, o dvojdukáty 6,982 g s priemerom 25 mm, ďalej päťdukáty 17,455 g s priemerom 34 mm a desaťdukáty, ktoré boli razené v hmotnosti 34,909 g s priemerom 42 mm. Československé dukáty a ich násobky boli v roku 1939 razené aj pre potreby Slovenskej republiky.

VZNIK SLOVENSKEJ MENY – KORUNY SLOVENSKEJ (Ks)

V dôsledku politického vývoja v roku 1939 došlo k rozpadu Československej republiky. Dňa 14. marca 1939 vznikol tzv. Slovenský štát. Na území Čiech a Moravy československú menu nahradila protektorátna koruna (K), resp. mena protektorátu Čechy a Morava. Dňa 4. apríla 1939 bola vládny nariadením zavedená na Slovensku nová mena – koruna slovenská (Ks). Koruna slovenská mala 100 halierov, pričom pomer koruny slovenskej ku korune československej bol 1 : 1. Zlatý obsah novej slovenskej meny predstavoval 0,03121 g rýdzeho zlata. Nová mena vznikla súčasne so vznikom (založením) vlastnej ceduľovej banky, Slovenskej národnej banky. Historicky za prvé peniaze Slovenského štátu boli vyhlásené československé peniaze. Sťahovanie československých



Nominál	Dátum vydania	Doba platnosti	Rozmery v mm
Štátovky			
5 Ks	Bez dátumu	15. 02. 1945 – 31. 10. 1945	122 x 59
10 Ks	15. 9. 1939	23. 10. 1939 – 31. 10. 1945	142 x 70
10 Ks	20. 7. 1943	26. 10. 1944 – 31. 10. 1945	131 x 62
20 Ks	15. 9. 1939	09. 12. 1939 – 31. 10. 1945	153 x 76
20 Ks	11. 9. 1942	25. 09. 1943 – 31. 10. 1945	139 x 67
Bankovky			
50 Ks	15. 10. 1940	18. 12. 1941 – 31. 10. 1945	127 x 68
100 Ks	07. 10. 1940	01. 09. 1941 – 31. 10. 1945	127 x 73
500 Ks	12. 07. 1940	26. 10. 1944 – 31. 10. 1945	175 x 85
1000 Ks	25. 10. 1940	17. 08. 1942 – 31. 10. 1945	192 x 90
5000 Ks	18. 02. 1944	do obehu sa nedostala	203 x 96



Jednokorunová minca z roku 1940, 1 Ks, rub a líce.

mincí z obehu sa realizovalo až do roku 1942. Na strane druhej, aby boli slovenské bankovky odlišné od peňazí československej meny, ktorá sa používala na území Čiech a Moravy, na Slovensku boli československé bankovky vyšších hodnôt: 100 Kč, 500 Kč a 1000 Kč označené pretlačou „SLOVENSKÝ ŠTÁT“. Tieto bankovky boli neskôr často falšované. Prevažná časť týchto falzifikátov bola vymenená za pravé bankovky. Československé papierové peniaze boli postupne sťahované z obehu, pričom boli nahradzané platidlami vlastnej slovenskej meny, či už štátovkami, bankovkami alebo mincami. Za zmienku určite stojí skutočnosť, že posledná bankovka nominálnej hodnoty 5000 Ks sa do obehu už nedostala.

Pokiaľ ide o nové slovenské mince, prvou mincou Slovenského štátu razenou v Kremnickej mincovni v mesiaci júl 1939, v množstve 4,248 mil. kusov, bola slovenská päťkorunáčka. Na prednej lícovej strane tejto niklovej mince s hmotnosťou 8 g a priemerom 27 mm bol slovenský štátny znak, nápis „PÄT KORÚN SLOVENSKÝCH“, číslica 5 a uvedený letopočet. Na zadnej rubovej strane mince bol portrét Andreja Hlinku a nápis: ZA BOHA ŽIVOT – ZA NÁROD SLOBODU. Nasledovali jubilejné dvadsaťkorunáčky a ďalej 10-halierniky v počte 2,496 mil. kusov. Kremnická mincovňa v nasledujúcom roku pre Slovenskú národnú banku vyrobila viac ako 24 mil. kusov mincí a pre tzv. protektorát Čechy a Morava 10 mil. kusov mincí. Koncom roka 1940 bola vyrazená jednorunová minca, ktorá predstavovala základnú menovú jednotku slovenskej meny. Razba tejto mince pokračovala, s výnimkou roku 1943 do roku 1945. V roku 1941 Kremnická mincovňa vyrazila vrátane mincí určených na výmenu viac ako 27,5 mil. kusov mincí. Výroba v Kremnici pokračovala ďalej, avšak postupne sa začali prejavovať dôsledky vojny. Pre nedostatok farebných kovov podnik v roku 1943 razil 20 a 50 haliernové mince z hliníka, pričom sa nerealizovala ani plánovaná razba strieborných desaťkorunákov.

Medzníkom nového obdobia a tým aj menového vývoja na Slovensku bolo Slovenské národné povstanie (SNP). Menová politika v období SNP je spájaná s prezieravou činnosťou Slovenskej

národnej banky, jej filiálkou v Banskej Bystrici, ktorá okrem iného dala previesť prevažnú časť zlatých zásob do Švajčiarska s cieľom použiť ich v obnovenej ČSR, čím tieto hodnoty zachránila.



500 korunová bankovka s pretlačou „SLOVENSKÝ ŠTÁT“, 500 Ks, predná a zadná strana.



5000 korunová bankovka Slovenského štátu z roku 1944, 5000 Ks, predná strana.



Československá dvojitiscová poukážka z roku 1945, 2000 K, predná strana.



Kolkovaná slovenská 500 koruna, 500 Ks, označená kolkovou známkou s portrétom T. G. Masaryka, predná strana.



Kolkovaná slovenská 1000 koruna kolkom ČSR, 1000 Ks, predná strana.

Koncom roka 1944 boli vytlačené Československé korunové poukážky 1944, označované aj ako Československé vojenské poukážky, ktorými sa spolu s peniazmi tzv. slovenského štátu platilo na území Slovenska. Posledným platidlom vydaným v auguste 1945 s platnosťou do 31. októbra 1945, v čase menovej samostatnosti Slovenska, bola československá poukážka v nominálnej hodnote 2000 korún. Slovenské platidlá a Československé korunové poukážky hodnôt 100, 500 a 1000 korún boli postupne kolkované kolkami, resp. kolčovými známkami s portrétom T. G. Masaryka. Situácia bola však o to zložitejšia, že po skončení vojny na území Československa bolo v platnosti viacero rôznych mien.

MENOVÁ REFORMA 31. OKTÓBRA 1945

Slovenská národná banka pracovala do 31. októbra 1945. V tento deň 31. októbra 1945 skončila platnosť slovenskej meny a s účinnosťou od 1. novembra 1945 dekrétom prezidenta republiky bola znovu obnovená československá korunová mena (Kčs). Československá koruna bola naviazaná na americký dolár bez stanovenia zlatého obsahu základnej menovej jednotky. Menovou reformou z 31. októbra 1945 sa darilo odstraňovať prebytočné obeživo, pričom sa pracovalo na príprave vydania peňazí novej povojnovej československej meny – nových československých povojnových platidiel. Táto časť menovej histórie a menového vývoja koruny bola úzko spojená s činnosťou Národnej banky československej, ktorej súčasťou sa stala Slovenská národná banka v roku 1945. Československo čakali v ďalšom období historicky dôležité udalosti, ktorými bolo okrem iného zapojenie do brettonwoodskej menovej sústavy a členstvo v Medzinárodnom menovom fonde.

(Pokračovanie)

Literatúra:

1. B. Hlinka, P. Radoměský: Peníze Poklady Padělky, Praha Orbis 1975.
2. J. Hlinka, Š. Kazimír, E. Kolníková: Peníze v našich dejinách, Bratislava, Obzor 1976.
3. Š. Kazimír, J. Hlinka: Kremnická mincovňa, Martin, Osveta 1978.
4. F. Vencovský, Měnový vývoj v 19. století a před první světovou válkou, Bankovníctví, 1997, č. 13, s. 16-18.
5. L. Unčovský: Začiatky centrálného bankovníctva na Slovensku, Ekonomické rozhlady, roč. 35, 2006, č. 02, str. 237.



Porovnanie súčasného výkonu menovej politiky NBS s výkonom po zavedení eura na Slovensku

Ing. Miroslava Kochanová
Národná banka Slovenska

Pozitívnym hodnotením európskych inštitúcií bol v Slovenskej republike zavŕšený dlhodobý proces plnenia kritérií oprávňujúci krajinu na začlenenie do eurozóny. Následným zafixovaním konverzného kurzu slovenskej koruny voči euru sa začala etapa finálnej prípravy prechodu na európsku menu. Napriek tomu, že prijatie jednotnej meny bude najviditeľnejšou zmenou pre verejnosť, zmeny čakajú aj finančný sektor ako celok, vrátane Národnej banky Slovenska. Ako je už všeobecne známe, vstupom do menovej únie stráca národná centrálna banka kompetencie v riadení menovej politiky. V prípade eurozóny sa rozhodovanie o nástrojoch a riadení menovej politiky presúva na Európsku centrálnu banku, Národná banka Slovenska však zostáva lokálnym vykonávateľom menovej politiky.

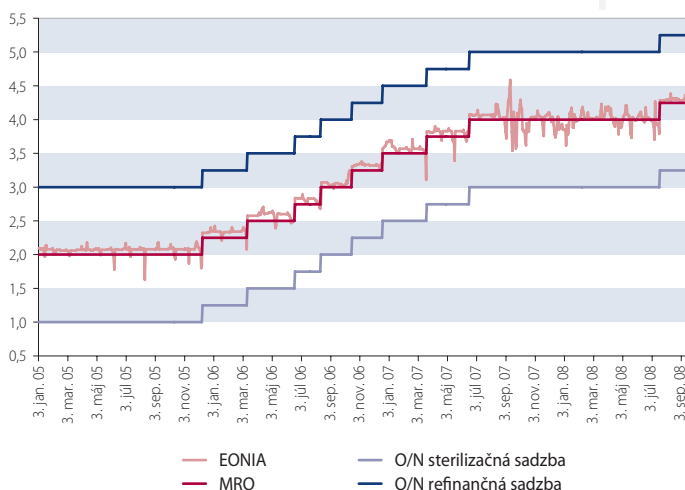
Národná banka Slovenska (NBS) určuje aj vykonáva menovú politiku na Slovensku od roku 1993. Kompetencia nezávislej menovej politiky zostáva NBS až do 31. 12. 2008, keď prejde na výkon menovej politiky, ktorú určuje Európska centrálna banka (ECB). NBS tak bude už len realizátorom toho, čo stanoví centrálna banka Európy. Napriek tomu, že v súčasnosti má NBS definovaný rovnaký cieľ ako ECB, ktorým je, stručne povedané, udržiavať cenovú stabilitu v blízkosti 2% v strednodobom horizonte, existujú rozdiely v postupoch dosahovania tohto cieľa.

Na rozdiel od NBS, ktorá v súčasnosti nemá stanovený operačný cieľ menovej politiky, ECB využíva svoje nástroje a postupy na riadenie likvidity, čím smeruje k stabilizácii úrokových sadzieb peňažného trhu. Jej operačný cieľ je jednodňová úroková sadzba európskeho peňažného trhu nazývaná EONIA. Riadením likvidity v bankovom sektore sa snaží znižovať volatilitu tejto sadzby. Jej relatívna stabilita potom pôsobí nielen stabilizujúco na ostatné splatnosti, ale súčasne znižuje riziko pohybu ceny jednodňových depozít, čím zefektívňuje trh. Národná banka Slovenska pri svojich menovo-politických postupoch neriadi likviditu (objem pohotových zdrojov, ktoré majú banky k dispozícii) a banky si určujú potrebu okamžitých prostriedkov vlastnými odhadmi. Postupuje tak aj z dôvodu, že slovenský bankový sektor má trvalý prebytok likvidity oproti európskemu bankovému sektoru, ktorý sa nachádza v dlhodobom nedostatku likvidity. Slovenský bankový sektor má z tohto pohľadu výhodnejšiu pozíciu oproti európskemu. Často však dochádza k situácii, že domáce banky majú krátkodobo príliš veľa zdrojov, resp. príliš málo, a to sa automaticky prejaví vo výrazných pohyboch jednodňovej sadzby (O/N)

BRIBOR. Napriek tomu sa však NBS podarilo splniť inflačné maastrichtské kritérium a viditeľne znížiť infláciu na Slovensku. Udržanie cenovej stability je zrejme výsledkom viacerých činiteľov a preto absencia operačného rámca na Slovensku nie je dôležitým faktorom.

Zásadným rozdielom medzi Slovenskom a eurozónou je, že bankový sektor SR sa dlhodobo nachádza v štrukturálnom prebytku likvidity a NBS absorbuje zo sektora tieto prostriedky. Bankový sektor eurozóny sa, naopak, dlhodobo nachádza v štrukturálnom deficite likvidity a ECB refinancuje bankový sektor prostredníctvom svojich nástrojov. V súčasnosti je sterilizačná pozícia NBS približne 370 mld. Sk, v prepočte približne 12 mld. EUR. Európske banky sa refinancujú v ECB približ-

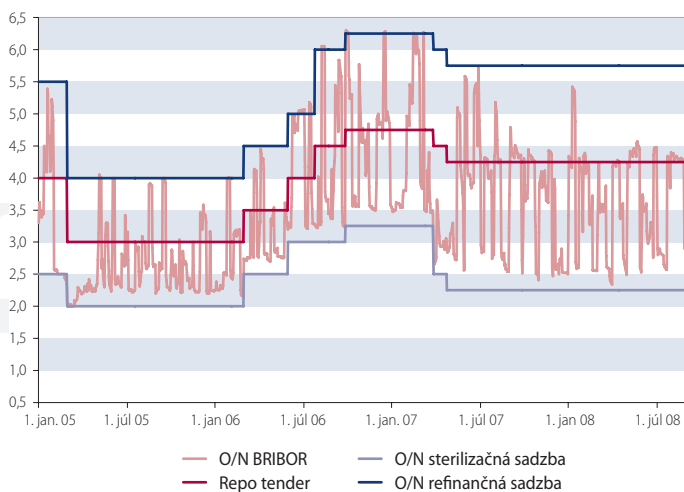
Graf 1 Vývoj jednodňovej sadzby EONIA (% p. a.)



Zdroj: www.euribor.org, ECB.



Graf 2 Vývoj jednotňovej sadzby BRIBOR (% p. a.)



Zdroj: NBS.

- 1 Za štandardných okolností. V prípade štátneho sviatku je realizácia obchodu presunutá na prvý pracovný deň pred utorokom.
- 2 Main Refinancing Operation.
- 3 ECB ho vopred zverejňuje na www.ecb.int.
- 4 Long-Term Refinancing Operation.

ne v objeme 470 mld. EUR. Keďže európske trhové sadzby sa momentálne nachádzajú na vyšších úrovniach v porovnaní so slovenskými, predpokladá sa, že po prijatí eura na Slovensku banky svoj prebytok zdrojov umiestnia v eurozóne pravdepodobne veľmi rýchlo a veľmi ľahko a tým sa slovenský prebytok rozplynie.

Národná banka Slovenska a Európska centrálna banka v súčasnosti využívajú na dosahovanie svojich menovo-politických cieľov oficiálne sadzby, operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy, avšak v inom systémove prostredí.

OFICIÁLNE SADZBY

NBS využíva pri svojich obchodoch tri kľúčové sadzby, a to limitnú úrokovú sadzbu pre dvojtýždňové repo tendre sťahujúce prebytok zdrojov zo sektora a úrokovú sadzbu pre jednotňové refinančné a sterilizačné obchody. Rozpätie medzi týmito dvoma jednotňovými sadzbami je v súčasnosti asymetrické, na úrovni 3,5 %, inými slovami, dolnú hranicu koridoru vypočítame ako limitnú repo sadzbu zníženú o 2 percentuálne body a hornú hranicu koridoru ako limitnú repo sadzbu zvýšenú o 1,5 percentuálneho bodu.

ECB má podobnú štruktúru kľúčových sadzieb, pričom najdôležitejšou je minimálna sadzba pre hlavné jednotýždňové refinančné operácie. Zámerom je, aby sa jednotňová trhová sadzba EONIA nachádzala v blízkosti tejto referenčnej sadzby. Hornú a spodnú hranicu koridoru pre pohyb sadzby EONIA tvorí úroková sadzba pre jednotňové vklady a úroková sadzba pre jednotňové pôžičky. Rozpätie medzi týmito dvoma sadzbami je symetrické, 2 %, t. j. jeden percentuálny bod nahor a jeden percentuálny bod nadol od kľúčovej sadzby pre týždňové refinančné operácie. EONIA sa však ešte nepriblížila k týmto hraniciam z dôvodu jej relatívne vysokej stability v blízkosti kľúčovej jednotýždňovej sadzby.

K 1. 1. 2009 budú kľúčové sadzby NBS nahradené kľúčovými sadzbami ECB.

OBCHODY NA VOĽNOM TRHU

Obchody na voľnom trhu sa v podmienkach NBS aj ECB uskutočňujú na základe iniciatívy centrálnej banky. Aj v tomto prípade je štruktúra využívaných foriem obchodov na voľnom trhu v oboch centrálnych bankách podobná, líši sa však v hlavnej podstate. NBS prostredníctvom týchto obchodov odčerpáva prebytok likvidity a ECB poskytuje úvery, ktorými refinancuje likviditné potreby bankového sektora.

Hlavným nástrojom NBS je štandardný dvojtýždňový repo tender, ktorý je realizovaný každý týždeň v utorok¹, k vysporiadaniu dochádza v stredu, a má dvojtýždňovú splatnosť. Uskutočňuje sa formou americkej aukcie s maximálnou úrokovou sadzbou pre dvojtýždňové repo tendre. Každá finančná inštitúcia oprávnená obchodovať s NBS môže predložiť maximálne tri ponuky, pričom uvedie tri úrovne úrokových sadzieb a objem ku každej úrovni úrokovvej sadzby. Národná banka Slovenska poskytuje za takýto obchod kolaterál, ktorým sú v súčasnosti pokladničné poukážky NBS (PP NBS).

Dlhodobým nástrojom NBS na absorbovanie likvidity zo sektora je emisia PP NBS, ktorá sa za štandardných okolností koná jedenkrát za mesiac, vo štvrtok, k vysporiadaniu dochádza v piatok, a má trojmesačnú splatnosť. V praxi sa aj pri týchto operáciách uplatňuje kľúčová sadzba pre dvojtýždňové repo tendre. Aukcia PP NBS sa realizuje obdobným spôsobom ako repo tendre. NBS v súčasnosti absorbuje prostredníctvom dvojtýždňových repo tendrov približne 78 % prebytku likvidity a zvyšných 21 % je umiestnených v PP NBS.

Medzi hlavné obchody na voľnom trhu eurozóny patria hlavné refinančné operácie (MRO²). ECB ich realizuje podľa indikatívneho kalendára³ štandardne každý utorok s vysporiadaním v stredu a majú jednotýždňovú splatnosť. Keďže ide o refinančný obchod, minimálna úroková sadzba je kľúčová sadzba ECB pre hlavné refinančné operácie. Každá protistrana môže predložiť maximálne desať ponúk, pričom jedna ponuka predstavuje určitú úroveň úrokovvej sadzby a objem, ktorý by chcela za túto sadzbu získať.

Na dodatočné doplnenie likvidity využíva ECB dlhodobé refinančné operácie (LTRO⁴), ktoré sú realizované obdobne ako MRO. Uskutočňujú sa taktiež na základe indikatívneho kalendára, za štandardných okolností posledný týždeň v kalendárnom mesiaci v stredu, s vysporiadaním vo štvrtok, a majú trojmesačnú splatnosť. Protistrany môžu prísť s desiatimi ponukami, pričom na úrokovú sadzbu sa nekladú žiadne obmedzenia.

Pred augustom 2007, t. j. pred obdobím, keď sa objavili problémy na hypotekárnych trhoch, umiestňovala ECB prostredníctvom MRO do bankového sektora približne 70 % zdrojov. Zvyšných 30 % refinancovala prostredníctvom LTRO. Z dôvodu prenosu finančných nepokojov na európsky trh banky začali byť menej ochotné navzájom si požičiavať prostriedky a to malo vplyv na rast sadzieb všetkých splatností európskeho peňaž-



ného trhu. Z toho dôvodu ECB zvýšila frekvenciu realizácie LTRO na dvakrát mesačne v snahe zabrániť rastu trhových sadzieb okolo trojmesačnej splatnosti. Takýto postup mal vplyv na prerozdelenie refinančnej pozície ECB a LTRO nadobudol väčší, približne 60-percentný podiel na dodaní prostriedkov do sektora. Prostredníctvom MRO Európska centrálna banka v súčasnosti poskytuje približne 40% zdrojov bankovému sektoru.

Na zamedzenie rastu trhových sadzieb dlhších splatností pristupuje ECB aj k realizácii ďalších dlhodobějších neštandardných operácií, ktorými sú doplnkové LTRO so šesťmesačnou splatnosťou a tiež poskytnutie prostriedkov denominovaných v USD s 28, resp. 84-dňovou splatnosťou.

Ďalším, v súčasnosti využívaným nástrojom ECB sú doladovacie operácie, ktoré sú realizované v neštandardizovanej periodicite a majú neštandardizovanú splatnosť. Slúžia na vyladovanie nečakaných výkyvov likvidity, ktoré spôsobujú výraznejšie odchylenie sadzby EONIA od kľúčovej sadzby pre MRO.

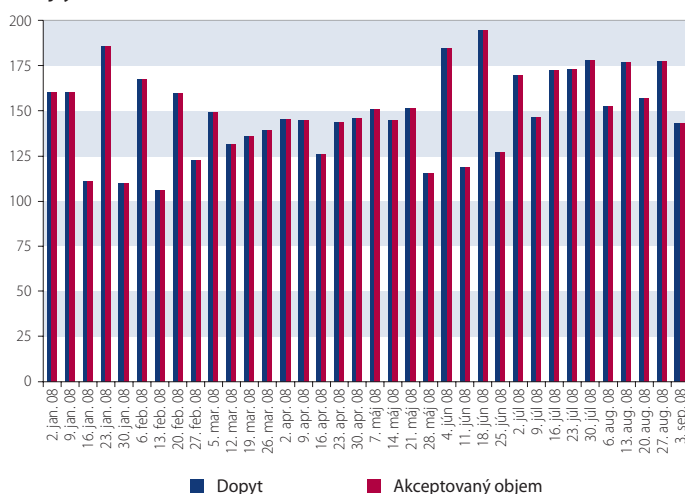
Každá refinančná operácia, ktorú ECB poskytuje protistrane, musí byť zabezpečená kolaterálom – akceptovateľnými aktívami. Obchody sa štandardne realizujú prostredníctvom reverzných obchodov, a to buď ako nákup, alebo ako predaj akceptovateľných cenných papierov s dohodou o spätnom odkúpení, alebo ako poskytnutie úveru so zabezpečovacím prevodom akceptovateľných cenných papierov. Konkrétne technické špecifikácie si určuje národná centrálna banka, preto výber spôsobu, ktorým sa budú realizovať tieto obchody, stanovuje na Slovensku Národná banka Slovenska.

Dôležitým faktorom je, že každá protistrana, ktorá je oprávnená zúčastniť sa na obchodoch na voľnom trhu, môže využiť tieto operácie len prostredníctvom národnej centrálnej banky členského štátu, v ktorom má sídlo. Inými slovami, banka so sídlom v Slovenskej republike sa nebude môcť prihlásiť do tendra prostredníctvom napríklad rakúskej centrálnej banky, ale len prostredníctvom Národnej banky Slovenska. Podmienkou účasti na obchodoch na voľnom trhu je, že inštitúcia musí podliehať systému povinných minimálnych rezerv, musí byť finančne silná a musí spĺňať všetky prevádzkové kritériá.

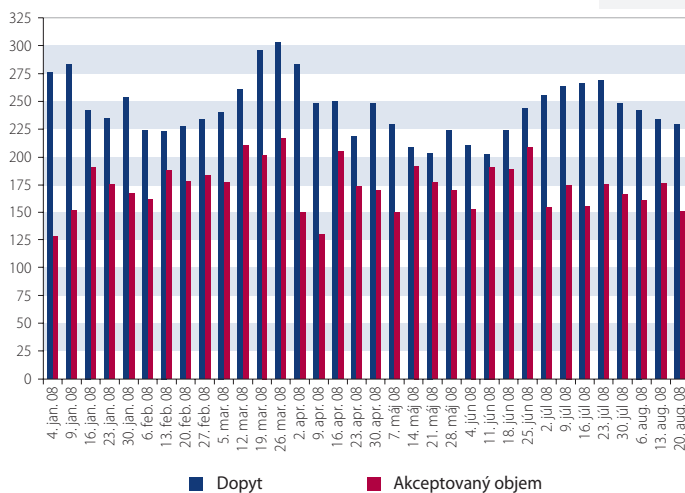
Na nasledujúcom príklade si ukážeme, ako dochádza k samotnému pridelovaniu v tendroch. Komerčná banka so sídlom na Slovensku zašle svoju prihlášku do Národnej banky Slovenska. NBS sčíta celkový požadovaný objem všetkých bánk a oznámi ho ECB. Európska centrálna banka sčíta celkový požadovaný objem finančných prostriedkov jednotlivých národných centrálnych bánk Eurosystemu. Na základe vlastnej predikcie určí, koľko likvidity bude bankový sektor potrebovať v nadchádzajúcom týždni po zohľadnení povinných minimálnych rezerv a autonómnych faktorov. Následne rozhodne, aký celkový objem finančných prostriedkov poskytne trhu. V prípade, že je požadovaný objem väčší ako objem, ktorý chce ECB umiestniť na trhu, nebude uspo-

Graf 3 Porovnanie dopytu a akceptovaného objemu v hlavných operáciách NBS a ECB

Dvojtyždňové sterilizačné tendre NBS (mld. Sk)



Jednotyždňové refinančné tendre ECB (mld. EUR)



Zdroj: NBS, ECB.

kojený celý dopyt. Keďže sú aukcie štandardne realizované americkou aukciou, uspokoja sa najprv dopyty s najvyššou úrokovou sadzbou až po úrokovú sadzbu, pri ktorej dochádza ku kráteniu. Táto sadzba je súčasne hraničná sadzba danej operácie. Ku konkrétnemu pridelovaniu finančných prostriedkov bankám, ktoré uspeli v aukcii, dochádza na národnej úrovni. Inými slovami, Národná banka Slovenska zrealizuje poskytnutie likvidity slovenskému bankovému sektoru podľa pokynov, ktoré získa od ECB.

V súčasnosti NBS za štandardných okolností akceptuje v štandardných repo tendroch celý záujem bánk. Banky prichádzajú s ponukou dvojtyždňového vkladu do NBS a keďže vedia, že pravdepodobne uspeli s celým dopytom, musia si samy premyslieť, s akým dopytom prídu. Na rozdiel od tohto postupu ECB predikuje likviditu, ktorú bude bankový sektor potrebovať v nadchádzajúcom týždni. Podľa toho sa rozhodne, aký objem finančných prostriedkov umiestni na trhu



5 Viac informácií o operáciách menovej politiky eurosystému v publikácii ECB *Uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne*, september 2006. www.nbs.sk.

tak, aby udržala sadzbu EONIA na stabilnej úrovni. V prípade, že predikcia nebola presná a sektor má príliš veľa alebo málo zdrojov, ktoré tlačia na výraznejšie výkyvy jednoduchovej sadzby EONIA, ECB môže pristúpiť k dolaďovacím operáciám. Tými krátkodobou dodá nedostatok alebo odčerpá prebytok likvidity z bankového sektora, čo má vplyv na stabilizáciu sadzby EONIA.

Eurosystém v súčasnosti využíva vyššie spomenuté nástroje. Okrem nich však má vo svojom portfóliu aj ďalšie nástroje⁵, ktorými sú štruktúrne obchody. Tie spolu s dolaďovacími operáciami môže vykonávať aj iným typom transakcií, ako sú reverzné obchody. Môže ich realizovať ako devízové swapy, prijímanie termínovaných vkladov, emisiu dlhových cenných papierov alebo priame nákupy či predaje. Tieto transakcie však využíva len sporadicky, resp. niektoré ešte vôbec nevyužíva. Pri realizácii určitých obchodov môže použiť postupy, a to buď štandardné tendre (ktoré majú dobu trvania od vyhlásenia po výsledok maximálne 24 hodín), rýchle tendre (maximálne 90 minút) alebo dvojstranné obchody (bez konkrétnej špecifikácie). Rozhodnutie o druhu operácie, type transakcie, splatnosti a postupe je plne v kompetencii ECB, lokálne národné centrálné banky sú len vykonávateľom jej rozhodnutí.

AUTOMATICKÉ OPERÁCIE

Ak má komerčná banka nedostatok alebo prebytok zdrojov na dennej báze, môže využiť automatické operácie. Tieto obchody majú v oboch centrálnych bankách veľmi podobnú charakteristiku. Uskutočňujú sa na základe iniciatívy komerčnej banky, majú jednoduchú splatnosť a využívajú sa buď ako refinančné, alebo ako sterilizačné obchody. Refinančné obchody musia byť zo strany komerčnej banky zabezpečené kolaterálom. V súčasnosti sa automatické operácie realizujú tak, že komerčná banka si dohodne obchod priamo s NBS. Po vstupe do eurozóny budú mať tieto obchody obdobný postup – komerčná banka so sídlom na Slovensku sa bude naďalej kontaktovať s NBS, ktorá jej buď poskytne pôžičku, alebo prijme vklad. NBS tak urobí bez akéhokoľvek kontaktu s ECB, to znamená, že automatické operácie zostávajú na národnej úrovni. Na realizáciu automatických operácií sa nekladú žiadne obmedzenia. Jedinou podmienkou pri realizácii refinančného obchodu je, aby mala komerčná banka dostatok akceptovateľných aktív na poskytnutie kolaterálu.

Komerčná banka so sídlom na Slovensku bude pri jednoduchom refinančnom obchode kontaktovať NBS priamo so žiadosťou o obchod. Zároveň, ak bude banka počas dňa čerpať vnú-

rodenný úver, a ten ostane až do konca dňa nesplatený, automaticky sa to bude brať ako žiadosť o refinančný obchod, čím dôjde aj k jeho zrealizovaniu. Ak bude mať protistrana so sídlom v Slovenskej republike záujem o jednoduchý sterilizačný obchod, vloží finančné prostriedky na svoj účet v NBS, čo sa bude automaticky považovať za žiadosť o jednoduchý vklad. Jednoduché vklady v NBS budú renumerované úrokovou sadzbou pre jednoduché vklady ECB a jednoduché úvery budú spolplatnené úrokovou sadzbou pre jednoduché úvery ECB.

SYSTÉM POVINNÝCH MINIMÁLNYCH REZERV

Národná banka Slovenska v súčasnosti uplatňuje systém povinných minimálnych rezerv. Taktiež Európska centrálna banka vyžaduje, aby úverové inštitúcie udržiavali povinné minimálne rezervy (PMR) na účtoch v národných centrálnych bankách v rámci systému PMR. Rozdiel medzi týmito dvoma systémami je najmä v periode udržiavania PMR. V SR je touto periódou kalendárny mesiac. V eurozóne sa perióda začína v deň vyrovnania hlavných refinančných operácií nasledujúcich po zasadaní Rady guvernérov ECB, na ktorom sa rozhoduje o nastavení menovej politiky na nasledujúci mesiac. Prostriedky na účtoch PMR do výšky stanovených PMR sú úročené priemernou hraničnou úrokovou sadzbou poslednej hlavnej refinančnej operácie.

Eurosystém uplatňuje v systéme PMR odpočítateľnú položku do výšky 100 tisíc EUR. Znamená to, že ak má banka určené PMR pre danú periódu nižšie, ako je 100 tisíc EUR, pre dané obdobie nemá povinnosť plniť PMR a zostatky na jej účtoch nie sú predmetom úročenia.

NBS využíva podobnú štruktúru nástrojov a postupov v uplatňovaní menovej politiky a tento faktor uľahčí bankám preorientovať sa na systém eurozóny. Najvýznamnejším rozdielom sa stáva fakt, že slovenský bankový sektor disponuje prebytkom likvidity, ktorý absorbuje Národná banka Slovenska, a európsky bankový sektor má zase nedostatok likvidity, ktorý refinancuje Európska centrálna banka. Menové nástroje sú preto prispôbivé požiadavkám vyplývajúcim z rozdielnych štruktúrnych pozícií. Po zavedení eura na Slovensku sa očakáva, hlavne vzhľadom na vyššiu úroveň európskych trhových sadzieb, že slovenský prebytok likvidity sa rozplynie v eurozóne. Na prelome rokov 2008 a 2009 zaniknú všetky nástroje a kompetencie v určovaní menovej politiky Národnej banky Slovenska, ktorá sa stane národným vykonávateľom menovej politiky Európskej centrálnej banky.



Medzinárodná finančná kríza a jej potenciálny vplyv na slovenský bankový sektor

Colin Lawson

Univerzita Mateja Bela v Banskej Bystrici

University of Bath, Veľká Británia

Emília Zimková

Univerzita Mateja Bela v Banskej Bystrici

Cieľom príspevku je stručne vymedziť pojem finančných kríz, poskytnúť prehľad najdôležitejších uplynulých finančných kríz, analyzovať príčiny súčasnej finančnej krízy, ktorá má svoj pôvod v hypotekárnom bankovníctve USA a následne načrtnúť potenciálny vplyv tejto krízy na banky pôsobiace na Slovensku.

„Kto chce hasiť požiar, mal by mať dost vody,“ povedal pred časom jeden z poradcov šéfa americkej centrálnej banky Bena Bernankeho. Krach bánk, kolaps burzy, záchranné akcie, krízové rokovania – rok po vypuknutí hypotekárnej krízy v USA sú informácie o jej priebehu znepokojujúce a vyhladky neisté. V týchto dňoch Spojené štáty zažívajú najväčší bankový krach od roku 1985. V júli americká vládna agentúra OFHEO (*Office of Federal Housing Enterprise Oversight*) zastavila činnosť kalifornskej stavebnej sporiteľne Freddie Mac, pretože príliš veľa jej klientov si chcelo vybrať svoje vklady. K Freddie Mac sa za krátky čas pripojila príbuzná Fannie Mae. Za muzikálovo znejúcimi menami Fannie Mae a Freddie Mac sú dve, donedávna veľmi vážene, americké banky, ktoré za oceánom financovali viac ako polovicu hypotekárneho trhu. V Spojených štátoch je na zozname 90 až 150 ohrozených bánk z ich celkového počtu 7500. V auguste tohto roku minister financií Henry Paulson odmietal špekulácie o potenciálnom zoštatnení Fannie Mae a Freddie Mac. Argumentoval, že dôvod je prozaický – štát si podľa hodnotenia expertov vzhľadom na celkovú zadlženosť takéto bremeno nemôže dovoliť. Už prvý septembrový víkend však americká vláda prevzala kontrolu nad oboma postihnutými bankami. Odvtedy minister financií tvrdí, že tento krok síce bude stať daňových poplatníkov desiatky miliárd dolárov, ale ich krach by stál oveľa viac. Stúpenci liečivej sily trhu naďalej presadzujú očistenie bankového trhu USA bankrotom. Zdá sa však, že pacientov je príliš veľa. Americký burzový expert Jim Cramer neverí na samoliečivú silu trhu, podľa neho „Wall Street bol vždy ako štvorotorové lietadlo, ktoré dokáže letieť bez väčších problémov, aj keď mu vypadol jeden z motorov. Ale teraz mu naraz vypadli všetky.“

Finančné krízy sa v histórii ľudstva odohrávali často a v novodobej histórii je svetové hospo-

dárstvo náchylnejšie na finančný kolaps. Finančné krízy idú ruka v ruku s ekonomickými krízami a nevyhýbajú sa ani vyspelým ekonomikám (USA, Veľká Británia, Japonsko), ani veľmi rýchlo rastúcim a perspektívnym trhom (novoindustrializované krajiny v Ázii, Rusko, Česká republika). Je to dané prudkosťou a nevyrovnanosťou tempa hospodárskeho rastu, chybnými makroekonomickými zásahmi, slabými miestami pôsobenia „zákona trhu“, či nedostatočnou reguláciou finančného trhu. Finančné krízy z minulosti boli tvrdou lekciami pre všetky vlády krajín, v ktorých sa udiali, ale aj ponaučením pre tvorcov hospodárskych stratégií v ostatných krajinách.

FINANČNÉ KRÍZY V EKONOMICKEJ TEÓRII

Problematike finančných kríz sa vo svojej výskumnej práci podrobne venuje J. Musílek (2004), ktorý uvádza prehľad vymedzenia tohto pojmu v českej i zahraničnej literatúre. Podľa neho súčasná česká literatúra pojem finančnej krízy vôbec nedefinuje.

J. Musílek (2004) vo svojej výskumnej práci tiež publikuje najvýstižnejší prehľad vymedzení pojmu finančná kríza v cudzojazyčnej literatúre. Goldsmith (1982) charakterizuje finančnú krízu ako „... prudké, okamžité, ultracyklické zhoršenie všetkých alebo veľkej väčšiny finančných indikátorov – krátkodobej úrokovej sadzby, ceny aktív (akcie, nehnuteľnosti, pôda), insolventnosť firiem a úpadky finančných inštitúcií...“¹. Bordo (1987) definuje finančnú krízu ako „... zmenu v očakávaníach z dôvodu obavy z úpadku finančných inštitúcií, smerujúcu ku konverzii reálnych a nelikvidných aktív do peňažnej formy...“². Mishkinova (1996) definícia finančnej krízy je nasledujúca: „... nelineárny rozvrat finančných trhov, zvyšujúci problém informačnej asymetrie v dôsledku výskytu nepriaznivého výberu a morálneho hazardu a prejavujúci sa poklesom alokačnej efektívnosti finančných trhov...“³.

- 1 Goldsmith, R. W.: Comment on Hyman P. Minsky's The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy, s. 42. In.: Kindleberger, C. P. – Laffargue, J. P.: *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge University Press, Cambridge, 1982.
- 2 Bordo, M. D.: *Financial Crises: Lessons from History. The fifth Garderen Conference on International Finance*. Erasmus Universiteit, Rotterdam, April, 1987.
- 3 Mishkin, F. S.: *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*. In.: Bruno, M. – Pleskovic, B.: *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*. World Bank, Washington, 1996, s. 29.



J. Musílek (2004) finančnú krízu komplexne definuje ako výrazné zhoršenie veľkej väčšiny finančných indikátorov, čo sa prejavuje nedostatočnou likviditou finančného systému, rozsiahlou insolventnosťou finančných inštitúcií, nárastom volatility výnosových mier finančných inštrumentov, výrazným poklesom hodnoty finančných a nefinančných aktív a podstatným znížením rozsahu alokácie úspor vo finančnom systéme. Finančnú krízu možno dekomponovať na jednotlivé, dielčie krízy, ako je úverová kríza, kríza likvidity, devízová kríza, či investičná kríza.

V období vytvárania a prepuknutia finančnej krízy často dochádza ku kombinácii jednotlivých druhov kríz. Preto jednoznačné segmentovanie finančnej krízy nie je jednoduché.

Medzi základné príčiny, ktoré objasňujú podstatu finančných kríz patria:

- nadmerná úverová expanzia,
- chybná makroekonomická politika,
- nadmerná finančná liberalizácia,
- finančná panika,
- splasnutie cenovej bubliny,
- zlyhanie trhu,
- nadmerný prílev zahraničného kapitálu,
- inštitucionálna nedokonalosť ekonomiky,
- hospodárske cykly a štrukturálne problémy,
- iné faktory.

Z ekonomickej histórie poznáme desiatky prípadov výskytu rozsiahlych a hlbokých finančných kríz so značnými mikroekonomickými a makroekonomickými dopadmi.

Box 1

Prehľad vybraných finančných kríz

Prvé finančné krízy v Európe: Overend & Gurney 1866; Barings 1890

Bankrot retailovej banky Overend & Gurney v roku 1866 vo Veľkej Británii zmenil úlohu centrálnej banky pri manažovaní finančnej krízy. Banka Overend & Gurney mala dôležité postavenie v Londýne v segmente retailového bankovníctva. Keď v máji 1866 ohlásila svoj bankrot, mnoho menších bánk nemohlo získať likviditu na medzibankovom trhu, aj keď patrili medzi solventné inštitúcie. Dôsledkom tejto situácie bolo, že reformátori vedení Walterom Bagehotom navrhli novú funkciu v centrálnom bankovníctve, ktorá je dodnes známa pod označením „veriteľ poslednej inštalácie“ (*lender of last resort*). Centrálna banka – Bank of England – ako prvá získala právomoc dodávať do komerčného sektora potrebnú likviditu v čase hroziacej finančnej krízy. Cieľom bolo, aby pád jednej finančnej inštitúcie neovplyvnil ďalšie a nespôsobil naplnenie tzv. systémového rizika (*systemic failure*).

Nová funkcia centrálnej banky sa zúročila v roku 1890 počas pádu Barings banky, keď Bank of England sanovala straty jednej z najväčších anglických bánk, vyplývajúce z investícií v Argentíne.

Najvýznamnejšia finančná kríza sveta: Wall Street 1929

Pád Wall Street v roku 1929, tzv. čierny štvrtok, bol začiatkom veľkej depresie tridsiatych rokov minulého storočia. Po veľkých špekulatívnych nárastoch akcií v 20-tych rokoch minulého storočia, najmä v odvetviach tzv. nového priemyslu tých čias (rádiokomunikácie, výroba áut), vo štvrtok 24. októbra 1929 cena ich akcií poklesla o 13 %. Napriek snahe vedenia i maklérov burzy ďalšie poklesy pokračovali, už nasledujúci utorok o 11 % a následne opäť a opäť. V roku 1932 ceny akcií dosiahli iba 10 % ich pôvodnej hodnoty. Index *Dow Jones industrial average* dosiahol úroveň pred čiernym štvrtkom až po 25 rokoch.

Vplyv na reálnu ekonomiku bol drastický, mnohí z akcionárov patrili medzi „strednú triedu“ amerických spotrebiteľov. Tí prestali nakupovať drahšie spotrebné tovary ako autá či domy, čo spôsobovalo zatváranie podnikov. V roku 1932 bola ekonomická produkcia (HDP) v porovnaní s obdobím pred finančnou krízou iba polovičná a tretina pracovnej sily bola nezamestnaná.

Celý finančný systém kolaboval spolu s americkou ekonomikou. V marci 1933 novozvolený prezident Franklin Roosevelt predstavil plán s názvom nový údel (New Deal). Mnoho pravicových i ľavicových ekonómov kritizovalo realizované opatrenia ako nedostatočné. Centrálna banka zvýšila kľúčové úrokové sadzby, aby zabránila poklesu hodnoty dolára a chránila zlatý štandard, vláda USA zvýšila dane, tarify na zahraničný obchod a snažila sa o rozpočtový prebytok.

Opatrenia nového plánu zmiernili niektoré z hlavných problémov depresie, ale ekonomika USA sa stopercentne nezotavila až do II. svetovej vojny. Masívne vojnové výdavky počas vojny podnietili hospodársky rast a zamestnali pracovnú silu Spojených štátov amerických.

Nový údel zaviedol extenzívnu reguláciu finančných trhov a bankového sektora. Vznikla inštitúcia *Securities and Exchange Commission* (SEC) a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), ktoré pôsobia doteraz. Glass-Steagallovo zákon zabezpečil oddelenie komerčného a investičného bankovníctva a jeho ustanovenia sa len pozvoľna začali uvoľňovať na konci minulého storočia.

Bankrot lokálnych sporiteľní a úverových bánk v USA v roku 1985

Retailové sporiteľne a úverové banky v USA pôsobili v 80-tych rokoch na miestnej úrovni a svojimi funkciami sa podobali stavebných sporiteľniam. V prostredí začínajúcej liberalizácie Glass-Steagal-



Box 1 – pokračovanie

lovho zákona začali retailové sporiteľne a úverové banky v USA poskytovať finančné služby, ktorými chceli konkurovať veľkým bankám. V roku 1985 mnohé z týchto inštitúcií boli blízko bankrotu a tzv. „run na banky“ začal v štátoch Ohio a Maryland. Úspory týchto bánk boli zaručené americkým fondom na ochranu vkladov (FDIC), takže sporitelia získali svoje prostriedky späť avšak aktíva bánk vrátane domov, ktorými klienti ručili za pôžičky, boli predané. Celková škoda bola vyčíslená na 150 miliárd USD. Bankrot lokálnych sporiteľníčných a úverových inštitúcií začal v 90-tych rokoch minulého storočia éru konsolidácií a prevzatí vo finančnom sektore. Veľké inštitúcie si upevnili svoje postavenie a zbavili sa malých súperov v podnikaní.

Kríza na americkom akciovom trhu v roku 1987

Onedlho po kríze lokálnych sporiteľní a úverových bánk v USA sa začala kríza aj na akciovom trhu. 19. októbra 1987 padol Dow Jonesov priemyselný index o 22 % a európske a japonské trhy tento pád nasledovali. Straty sa postupne zvyšovali a boli podporované informáciami o poklese hospodárskeho rastu v USA a poklese hodnoty USD na medzinárodných trhoch. Na druhej strane centrálna banka Nemecka zvýšila kľúčové úrokové sadzby a spevnila hodnotu DEM. Zníženie hodnoty Dow Jonesovho priemyselného indexu paradoxne zapríčinil aj novoinštalovaný elektronický spôsob obchodovania, ktorý pri naplnení kritériálnych hodnôt automaticky vykonával príkazy investorov. V tomto období národný regulátor uplatnil nariadenie, podľa ktorého sa nemohli vykonávať obchody s krátkou splatnosťou (*circuit-breakers*).

Kríza na americkom akciovom trhu v roku 1987 nemala výraznejší vplyv na ekonomiku USA a akciové trhy sa rýchlo zotavili. Avšak politika nízkych úrokových sadzieb najmä vo Veľkej Británii mohla zväčšovať bublinu s cenami realít, ktorá spľasla v rokoch 1988 až 1989 a viedla k devalvácii britskej libry v roku 1992.

Kríza ukázala, že globálne finančné trhy sa prepojili a zmeny v makroekonomickej politike jednej krajiny môžu ovplyvniť zmeny na akciovom trhu vo všetkých hlavných ekonomických zónach.

Kolaps dlhodobých zaisťovacích fondov v roku 1998

Kolaps dlhodobých zaisťovacích fondov (*Long-Term Capital Management, LTCM*) prepukol v prvej etape ázijskej krízy, ktorá sa začala v roku 1997 a preliala sa do Ruska a Brazílie v roku 1998. Zaisťovacie fondy LTCM (*Long-Term Capital Management hedge funds*) boli založené nositeľmi Nobelovej ceny Myronom Scholesom a Robertom Mertonom na obchodovanie dlhopisov. Profesori predpokladali, že z dlhodobého hľadiska úrokové sadzby na rozličné vládne dlhopisy konvergujú. Zaisťovacie fondy boli obchodované na nízke úrokové odchýlky v úrokových sadzbách. Keď Rusko vyhlásilo *cross default* na vládne obligácie v auguste 1998 (vláda Borisa Jeľcina), investori sa ich snažili predat' a nakúpiť americké vládne obligácie. Rozdiely v úrokových sadzbách vládnych obligácií sa prudko zvýšili.

Zaisťovacie fondy LTCM, ktoré na svoje obchodovanie používali zdroje mnohých bánk a podnikov, stratili miliardy dolárov. Na zabezpečenie ich likvidity bola nevyhnutná pomoc Fedu. Celkové náklady na ich záchranu predstavovali 3,65 miliárd USD. V októbri 1998 Fed znížil kľúčové úrokové sadzby a na finančných trhoch sa postupne nastolila stabilita. Zaisťovacie fondy LTCM zanikli v roku 2000.

Kríza DOT.COM v roku 2000

Na sklonku 90-tych rokov minulého storočia začali rásť akcie internetových spoločností, ktoré boli nositeľmi tzv. novej ekonomickej éry. Ich akcie sa prudko zvýšili, keď sa kótovali na burze Nasdaq napriek tomu, že iba málo z nich dosahovalo zisk. Keď internetová spoločnosť AOL kúpila tradičnú spoločnosť z mediálneho prostredia Time Warner za takmer 200 miliárd USD v januári 2000, hodnota ich akcií sa prudko zvýšila.

V marci 2000 bublina praskla a do októbra 2000 klesol technologický index Nasdaq o 78 %. Tento proces bol tiež ovplyvnený postupným investičným poklesom v USA a najmä útokom na USA 11. septembra 2000. Na podporu ekonomického rastu znížil Fed kľúčovú úrokovú sadzbu postupne zo 6,5 % na 1 % v priebehu rokov 2001 až 2003.

Spracované podľa BBC News, 3. 9. 2007

OD CENEVEJ BUBLINY HYPOTÉK K MEDZINÁRODNEJ FINANČNEJ KRÍZE

Väčšina analytikov uvádza, že z dlhodobého hľadiska bola súčasná finančná kríza vyvolaná nesprávnou politikou nízkych úrokových sadzieb, ktoré Fed vedený Alanom Greenspanom zvolil po roku 2000. Po prasknutí bubliny internetových

akcií a následnom poklese akciových trhov v roku 2000 a najmä po 11. septembri 2000 sa Fed politikou nízkych úrokových sadzieb snažil zabrániť globálnej ekonomickej recesii. Úrokové sadzby v USA klesli zo 6,5 % v roku 2000 na 1 % v roku 2003.

Následné zvýšenie likvidity a prísun tzv. lacných peňazí podnietili investorov k realizácii rizikových



Tab. 1 Vývoj úrokových sadzieb Fedu (%)

	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Máj	Jún	Júl	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dec.
2001	6,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	3,75	3,75	3,50	3,00	2,50	2,00
2002	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,25
2003	1,25	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
2004	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,00	2,25
2005	2,25	2,50	2,75	2,75	3,00	3,25	3,25	3,50	3,75	3,75	4,00	4,25
2006	4,50	4,50	4,75	4,75	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
2007	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,50	4,50	4,25
2008	3,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25					

Zdroj: Federálny rezervný systém.

4 Subprime mortgage sú rizikové hypotéky, ktoré banky poskytujú zákazníkom so zlým úverovým ratingom a vo väčšine prípadov patria k slabším príjmovým skupinám. Úroková miera takéhoto úveru je vyššia ako pri bežných hypotékach.

investícií. Mnoho bánk malo vďaka nízkym úrokovým sadzbám veľmi liberálny postoj pri poskytovaní úverov, čo mnohí zákazníci využili na nákup nehnuteľností, nezvážiac svoje možnosti a nevedomujúc si, že éra lacných peňazí raz skončí. Ľahko dostupné hypotéky (tzv. *subprime mortgages*) postupne spôsobili stavebný boom a tým rástli aj ceny nehnuteľností. Dôsledok tejto politiky finančných inštitúcií sa prejavil vo vytvorení cenovej bubliny na realitnom trhu, ktorá dosiahla svoj vrchol v roku 2005. V niektorých oblastiach sa počas tohto krátkeho obdobia zvýšili ceny domov o viac ako sto percent. Pre objektivnosť treba pripomenúť, že A. Greenspan v roku 2005 ešte ako prvý muž centrálnej banky vyzval kongres USA, aby zakročil proti rastu Fannie Mae a jej príbuzného Freddie Mac, ktoré sú dnes v kríze. „Ak necháme tieto dve agentúry rásť bez kontroly, dostaneme celý finančný systém v budúcnosti do vážneho rizika,“ povedal. Súkromné spoločnosti Fannie Mae a Freddie Mac, ktorých založenie inicioval štát, zabezpečovali, ako sme spomenuli v úvode, financovanie viac ako polovice amerických úverov na nehnuteľnosti.

Vývoj na americkom hypotekárnom trhu inšpiroval aj ďalšie finančné trhy a tak cenová bublina na realitnom trhu zasiahla aj Írsko, Veľkú Britániu a Španielsko. Politika lacných peňazí sa však zmenila a v druhej polovici roku 2006 Federálny rezervný systém zvýšil úrokové sadzby až na 5,25 %.

Úverová kríza naplno prepukla v auguste 2007 a spôsobila nekoordinovaný pád veľkej špekulatívnej cenovej bubliny na americkom hypotekárnom trhu. Najvyšší nárast cien nehnuteľností v USA bol zaznamenaný začiatkom roku 2006. Vývoj v USA urýchlil pád podobných cenových bublín na niektorých európskych trhoch. Úverová kríza alebo *credit crunch* je náhly pokles dostupnosti úverov alebo dramatický nárast cien týchto úverov. Prejavila sa v auguste 2007 ako neochota komerčných bank požičať si navzájom likviditu na medzibankovom trhu USA a následne sa prejavila aj na medzibankovom trhu vo Veľkej Británii a v Eurosystéme. Príčinou bola skutočnosť, že spoločnosti, ktoré poskytovali hypotéky aj menej solventným klientom sa zbavovali rizika spojeného s týmto obchodovaním prostredníctvom tzv. inovatívnych finančných produktov. Tieto hypoté-

ky banky predali tretím stranám – bankám, investičným fondom, dôchodkovým a správcovským spoločnostiam, ako aj jednotlivcom v USA a v zahraničí. Ako uvádza K. Boldizsár (2008), inovatívne finančné nástroje (MBS – *Mortgage-Backed Securities* a ABS – *Asset-Backed Securities*) boli považované za výhodnú formu zhodnocovania investícií, pretože mali vyšší výnos ako vládne obligácie. Inovatívne finančné nástroje majú charakter dlhopisov, kde namiesto fixného kupónu a istiny je ich majiteľ oprávnený na výplatu spravidla mesačného výnosu (dividendy), ktorý je odvodený od výkonnosti portfólia daných hypoték (splátka istiny + úrokovej miery). Poskytovatelia hypoték sa prostredníctvom inovatívnych finančných nástrojov zbavili rizikových úverov a ozdravili svoje súvahy, čím získali nové zdroje na financovanie ďalších podobných aktivít. Premenu finančných aktív vo forme úverov na cenné papiere nazývame sekuritizáciou. Okrem spomenutých nástrojov boli vytvorené ich modifikácie, ako napríklad CMO (*Collateralized Mortgage Obligation*), CDO (*Collateralized Debt Obligation*), CDS (*Collateralized Default Swap*) a SIV (*Structured Investment Vehicles*).

V máji 2008 zbankrotovala štvrtá najväčšia investičná banka USA Bear Sterns spolu s mnohými hedgovými fondmi. V Európe vláda Veľkej Británie zoštátnila piatu najväčšiu domácu komerčnú banku Northern Rock, najväčšia švajčiarska banka UBS oznámila odpisy vo výške 38 mld. USD, nemecká Landesbank sa pravdepodobne stane súčasťou väčšej finančnej skupiny. Od augusta 2007 neexistuje trh s CDO obligáciami, nie je teda ani možné stanoviť ich trhovú hodnotu.

Problémy sa preniesli aj do nehypotekárnych úverov, keďže banky sa snažia neposkytovať nielen hypotekárne, ale ani ďalšie úvery rizikovejším klientom. V USA pritom hypotekárne dlhopisy predstavovali základ celého trhu dlhopisov (na začiatku roku 2008 predstavovali hypotekárne dlhopisy 7 miliárd USD, pričom celkový objem dlhopisov bol 27 miliárd USD. Treba zobrať do úvahy, že celkový objem HDP v USA je 14 miliárd USD). Finančná nedôvera zvýšila ceny pôžičiek pre vládu, spotrebiteľských pôžičiek, úverov i lízingových obchodov s autami. Finančná nedôvera ovplyvnila medzibankové trhy Veľkej Británie i eurozóny. Domáci dopyt býva v kontinentálnej Európe v podstatnej miere financovaný úvermi.



Do augusta 2008 globálne odpisy za predchádzajúcich 12 mesiacov dosiahli 500 miliárd USD.⁵

DÁ SA PREDVÍDAŤ INTENZITA A DĹŽKA PREBIEHAJÚCEJ FINANČNEJ KRÍZY?

Napriek tomu, že finančná teória dokáže pomenovať hrozby finančných kríz a varovať pred ich vznikom, ich samotnú intenzitu a dĺžku nedokáže relevantne odhadnúť. Realita je ovplyvňovaná príliš mnohými, často nekvantifikovateľnými faktormi.

V USA prebiehajú búrlivé lobistické diskusie o tom, ako by mal vyzeráť inovovaný regulačný systém pre finančný trh. Keďže sa blížila parlamentné voľby, je zrejme, že konečnú podobu novej regulačnej inštitúcie spoznáme najskôr budúci rok. Zatiaľ klesá index Standard & Poor's 500 medziročne o 21,6% a akcie amerických sporiteľní a hypotekárnych domov medziročne klesli o 71,4%.⁶ Krajina je už jednoznačne v recesii a nezamestnanosť prudko rastie, keď v júli 2008 zaznamenala 5,7%.⁷ Hypotekárna kríza však ešte pokračuje. Potvrdením, že ešte stále nedosiahla dno je skutočnosť, že od júla 2007 neexistuje trh s inovatívnymi finančnými nástrojmi a teda neexistuje ich tržová hodnota.

V Európe je vplyv medzinárodnej finančnej krízy najvýraznejší vo Veľkej Británii. Je známe, že finančný systém na ostrovoch má rovnaké základy fungovania ako americký a odlišuje sa od kontinentálneho predovšetkým vysokou mierou sekuritizácie. S oneskorením približne 6 mesiacov ekonomika Veľkej Británie má symptómy recesie podobné ako v USA. Ministerstvo financií teda vyzvalo známeho bankára Jamesa Crosbyho, aby spracoval správu o možnostiach zlepšenia likvidity na finančnom trhu v dôsledku hypotekárnej krízy. Jej finálne znenie bude známe na jeseň tohto roku, ale už teraz sú hlavné návrhy, ktorými sa James Crosby bude zaoberať a zohľadňovať ich praktickú realizáciu:

1. Opcie zlatého štandardu: vypracovanie medzinárodne uznávaných štandardov pre cenné papiere, spolu so zverejnením rizika a pod.
2. Reforma funkcie *lender of last resort*.
3. Úloha vládnej garancie pri finančných inštitúciách.
4. Medzinárodne uznávaná regulácia finančných trhov.
5. Žiadne aktivity.

Je vhodné uviesť, že trh s cennými papiermi, ktoré sú kryté hypotékami, narástol v období 2000 až 2007 vo Veľkej Británii z 13 miliárd libier na 257 miliárd libier. Najväčší prírastok bol v roku 2006. To ilustruje, ako sa hypotekárny trh vo Veľkej

Británii stal závislý od cenných papierov, ktorých tržová hodnota veľmi rýchlo klesá a niektorí analytici predpokladajú, že ich hodnota sa zastaví až v bode 0.

Rozhodnutie Európskej centrálnej banky zvýšiť kľúčové úrokové sadzby na 4,25% v júli 2008 ukázalo odhodlanie centrálnej banky sústrediť sa na boj s vysokou infláciou v eurozóne.

POTENCIÁLNY VPLYV SVETOVEJ FINANČNEJ KRÍZY NA SLOVENSKÝ BANKOVÝ SEKTOR – NIEKEDY IZOLÁCIA NIE JE ZLÁ

Finančnú krízu a jej vplyv na reálnu ekonomiku vzal do úvahy aj Medzinárodný menový fond pri prognózovaní hospodárskeho rastu na tento rok. Prognózovaný nižší hospodársky rast v eurozóne, USA a Japonsku stlmí aj dynamický rast slovenskej reálnej ekonomiky. Nižšie tempá hospodárskeho rastu zahraničných partnerov otestujú konkurencieschopnosť našich podnikov v porovnaní s inými subjektmi.

Ako vyplýva z analýzy slovenského finančného sektora za rok 2007, publikovanej Národnou bankou Slovenska, priaznivý vývoj domácej ekonomiky v uplynulom roku vytvoril priestor na pozitívny vývoj aj v slovenskom finančnom sektore. V uplynulom roku stúpol objem finančných prostriedkov, ktoré spravovali inštitúcie dohliadané Národnou bankou Slovenska, o takmer 20%. Aj vedúci predstavitelia centrálnej banky opakovane informovali, že počas roka 2007 rástla expozícia finančného sektora voči rizikám. Veľkosť týchto rizík však neohrozovala stabilitu finančného sektora ako celku.

Podľa správy Národnej banky Slovenska bol dosah medzinárodnej finančnej krízy (v dôsledku negatívneho vývoja na trhu subprime hypoték v USA) na slovenský finančný trh nevýznamný aj vzhľadom na prevažnú orientáciu celého finančného sektora na domácu ekonomiku. Priame vystavenie finančného sektora prostredníctvom držby cenných papierov s podkladovým aktívom vzťahujúcim sa na *subprime* úvery alebo všeobecne štruktúrované produkty bolo iba minimálne. V niektorých fondoch dôchodkových správcovských spoločností, doplnkových dôchodkových spoločností a podielových fondov stúplo akciové riziko v dôsledku rastu volatility a neistoty na kapitálových trhoch. Súčasná kríza negatívne ovplyvnila výkonnosť vybraných fondov dôchodkového sporenia a kolektívneho investovania.

Kríza sa neprejavila na náraste dlhodobých úrokových sadzieb. Bankový sektor Slovenska, ktorý je zo všetkých finančných inštitúcií najcitlivejší na stav likvidity, vykazoval dostatok domácich

⁵ Guardian 7. 8. 2008.

⁶ Washington Post 8. 8. 2008.

⁷ New York Times 2. 8. 2008.

Tab. 2 Odhad a prognóza hospodárskeho rastu v hlavných ekonomických zónach sveta (%)

	Eurozóna	USA	Japonsko
HDP v 2007	2,6	2,2	2,0
HDP v 2008 (prognóza MMF)	1,6	1,5	1,5

Zdroj: MMF a ECB.



Tab. 3 Porovnanie medzibankových sadzieb na Slovensku a v eurozóne (%)

Január 2008	1 mesiac	3 mesiace	6 mesiacov	12 mesiacov
BRIBOR	4,280	4,320	4,350	4,420
EURIBOR	4,200	4,493	4,515	4,515
Február 2008				
BRIBOR	4,230	4,280	4,310	4,300
EURIBOR	4,182	4,361	4,353	4,345
Marec 2008				
BRIBOR	4,220	4,290	4,320	4,320
EURIBOR	4,305	4,596	4,594	4,592
Apríl 2008				
BRIBOR	4,230	4,280	4,330	4,390
EURIBOR	3,990	4,780	4,800	4,820
Máj 2008				
BRIBOR	4,260	4,320	4,400	4,500
EURIBOR	4,010	4,860	4,900	4,990
Jún 2008				
BRIBOR	4,260	4,340	4,570	4,880
EURIBOR	4,010	4,940	5,090	5,360

Zdroj: NBS a ECB.

primárnych zdrojov. Aj v roku 2007 si zachovával vysokú mieru tvorby zisku, pričom hlavnú časť príjmov tvorili úrokové príjmy. Tie rástli najmä vo veľkých bankách, ktoré využívali svoje pozície na trhu a zvyšovali úrokové príjmy prostredníctvom vyššieho objemu úverov. Kým v krajinách eurozóny v uplynulom roku dvojciferné rástol objem úverov poskytovaných podnikom a iba mierne rástol objem úverov obyvateľstvu, na Slovensku v uplynulom roku rástlo zadĺženie individuálnych domácností a zo segmentu podnikov najdynamickejšie rástlo tempo úverov poskytovaných malým a stredným podnikom.

Ako sa uvádza v analýze Národnej banky Slovenska, riziká v bankovom sektore v roku 2007 ovplyvnilo niekoľko trendov. V domácom sektore rástol objem úverov domácnostiam, čím stúpalo aj vystavenie bánk kreditnému riziku.

Z hľadiska financovania nehnuteľností v roku 2007 vo viacerých bankách výrazne stúpol objem nových úverov s nízkym podielom spolufinancovania domácnosťami, čo súviselo najmä s vysokými cenami nehnuteľností. Riziko úverov domácnostiam sa tak stalo citlivejším na zmeny cien nehnuteľností. V roku 2007 i 2008 pretrvávajú vyššia citlivosť na zmeny úrokových sadzieb, keďže pri nových úveroch na bývanie prevládajú úvery s krátkodobou fixáciou úrokových sadzieb. Banky pokračujú v konzervatívnom prístupe pri poskytovaní úverov, ktoré súvisia s financovaním nehnuteľností, v dôsledku súčasnej krízy na finančných trhoch.

Vystavenie bankového sektora trhovým rizikám bolo skôr nízke. Devízové pozície boli vo väčšine bánk uzavreté. Z pohľadu rizika likvidity v uplynulom roku ani v roku 2008 nenastali v bankovom sektore ako celku významnejšie zmeny. Z dlhodobého pohľadu na likviditu platí, že vo väčšine

bank sú úverové aktivity financované z vkladov klientov alebo emisií dlhodobějších cenných papierov a nie z krátkodobých prostriedkov z medzibankového trhu.

Z hľadiska likvidity platí, že bankový sektor na Slovensku má dostatočne veľký objem likvidných aktív, ktorým by dokázal pokryť neočakávaný výber väčšieho objemu vkladov klientov alebo vkladov zahraničných bánk. Na Slovensku sa stále prejavuje nadstav likvidity, ktorý je realitou od čias bankovej reštrukturalizácie, keď štát nahradil zlé bankové úvery (nelikvidné aktíva) vládnymi obligáciami. Išlo o špecifickú formu sekuritizácie. Odtedy banky pôsobiace na Slovensku majú dostatok voľných zdrojov na svoje podnikanie. V roku 2008 sa pritom očakáva nárast vkladov v bankách od domácich ekonomických subjektov v súvislosti so vstupom Slovenska do eurozóny a eurokonverziou. Po vstupe do menovej únie sa očakáva, že časť z voľnej likvidity v bankovom sektore, ktorú tu umiestnili zahraniční investori kvôli zhodnocujúcej sa korune a úrokovému diferenciu, sa presunie napríklad do Českej republiky, Poľska a pod. Keďže banky nemajú povinnosť zverejňovať štruktúru medzibankových výpožičiek, nie je kvantifikované, o aký objem likvidity pôjde. Nový ukazovateľ likvidity (fixne stanovený pomer aktív a pasív banky so splatnosťou do 1 mesiaca), aktuálne pripravovaný Národnou bankou Slovenska, môže eliminovať prípadné ťažkosti s krátkodobou likviditou po vstupe Slovenska do menovej únie.

V roku 2009 dôjde k miernemu zvýšeniu ceny tých bankových produktov, ktoré sú fixované na krátkodobú referenčnú sadzbu v slovenských korunách. Súčasná legislatíva totiž zabezpečí automatickú konverziu súčasných referenčných sadzieb (napr. BRIBOR) na referenčné sadzby platné v hospodárskej a menovej únii.



Sadzba BRIBOR (*Bratislava Interbank Offered rate*) sa v súčasnosti vypočítava z kotácií referenčných bánk predstavujúcich aktuálne kótované sadzby k 11. hodine bežného dňa. Stanovuje sa za obdobia 1 deň, 7 dní, 2 týždne, 1, 2, 3, 6, 9 a 12 mesiacov. BRIBOR sa vypočítava ako nevážený aritmetický priemer pri odstránení najvyššej a najnižšej kótovanej hodnoty pre každé kótované obdobie, pričom hodnoty sa zaokrúhľujú na dve desatinné miesta. Fixing prebieha, ak BRIBOR kótuje 5 a viac referenčných bánk, pričom kótovať musia minimálne tri banky. Referenčné banky sú povinné svoje aktuálne kótované sadzby zverejňovať na stránkach REUTERS, odkiaľ sú automaticky spravované agentúrou k 11:00 hod. V dennej tlači bývajú sadzby zverejnené nasledujúci deň.

EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) je referenčná úroková sadzba pre európske menové transakcie, uplatňovaná pre obchody medzi bankami v rámci Európy. EURIBOR vyhlasuje spoločnosť Moneyline Telerate na stránke REUTERS, pričom úroková sadzba sa fixuje na 1, 2, 3, 6, 9 alebo 12 mesiacov. Pri sadzbe EURIBOR sa vylučuje 15% horných a 15% dolných hodnôt ponúkaných sadzieb.

Ako vyplýva z tabuľky 3, na Slovensku sú 3-mesačné, 6-mesačné, 12-mesačné a v marci aj mesačné zdroje komerčných bánk podnikajúcich na Slovensku pre iné banky lacnejšie ako v Eurosysteme. Sadzby v menovej únii odrážajú nedôveru, ktorá je na európskom finančnom trhu.

V ďalších rokoch bude na Slovensku pravdepodobne pokračovať proces konsolidácie a univerzálne banky s trhovým podielom pod 10% (alebo banky s malými matkami) sa budú spájať, resp. dôjde k ich prevzatíu inými finančnými domami. Finančný trh Slovenska ovládnu veľké banky a úzko špecializované menšie finančné inštitúcie.

ZÁVER

Medzi hlavné ponaučenia z uplynulých finančných kríz patrí:

- v čase krízy sa dá ťažko predpovedať jej dopad na finančné inštitúcie a na reálnu ekonomiku,
- globalizácia zvýšila frekvenciu a šírku finančných kríz,
- v porovnaní s inými opatreniami sú skoré intervencie centrálnych bánk a regulačných inštitúcií efektívnejšie pri zamedzení ich ďalšieho rozširovania,
- regulačné inštitúcie nemôžu držať krok s finančnými inováciami, ktoré môžu vyvolať finančné krízy.

Súčasná finančná kríza sa v budúcnosti prejaví znížením dynamiky globálneho hospodárskeho rastu, čo zníži aj vysokú dynamiku rastu Slovenska. Bankový sektor pôsobiaci na Slovensku by nemal byť výrazne negatívne ovplyvnený súčasnou finančnou krízou, keďže je vo svojich podnikateľských aktivitách spätý s domácou ekonomikou. Na druhej strane vstupom Slovenska do eurozóny sa zvýši cena predovšetkým krátkodobej likvidity, čo následne ovplyvní aj úvery klientom. Miera vplyvu finančnej krízy tiež závisí od toho, do akej miery budú ovplyvnené materské centrálny banky pôsobiace na Slovensku.

Vstup Slovenska do eurozóny by mohol byť ďalším impulzom zdravého ekonomického rastu, založeného na súkromných investíciách, šetrení verejných finančných zdrojov, zmenách štruktúry slovenskej ekonomiky v prospech odvetví s vysokou pridanou hodnotou a tiež nielen proklamovaným, ale aj skutočným budovaním znalostnej ekonomiky.

Literatúra:

1. Boldisžár, K.: Prečo vôbec vznikla v Amerike kríza. Hospodárske noviny 19. 02. 2008.
2. Lawson, C. – Zimková, E.: Medzinárodná finančná kríza a jej potenciálny vplyv na slovenských podnikateľov. In: Finančný manažér. Leto 2008.
3. Musílek, P.: Analýza príčin a dôsledkov Českej finančnej krízy. Výzkumná štúdie, 2004.
4. Národná banka Slovenska 2008: Analýza slovenského finančného sektora za rok 2007.
5. Pinter, L.: Legislatívne a daňové aspekty v oblasti kolektívneho investovania po vstupe SR do EÚ. In: International Conference Zlín: Tomáš Baťa University 2005.
6. Tlačené médiá z roku 2008: The New York Times; The International Herald Tribune; The Wall Street Journal and the Wall Street Journal Europe; The Financial Times; The Guardian; The Daily Telegraph; The Economist.
7. Internetová stránka BBC.
8. Internetová stránka Európskej centrálnej banky www.ecb.int.
9. Internetová stránka Federálneho rezervného systému www.federalreserve.gov.
10. Internetová stránka Medzinárodného menového fondu www.imf.org.
11. Internetová stránka Národnej banky Slovenska www.nbs.sk.



Čilský model dôchodkového zabezpečenia vo svetovej odbornej literatúre

JUDr. Tomáš Gábriš, PhD.

Právnická fakulta, Trnavská univerzita v Trnave

Reforma dôchodkového zabezpečenia na Slovensku vychádza sčasti aj z modelu, ktorý v mnohých krajinách odporúčala Svetová banka. V súčasnosti sa vo viacerých krajinách spochybňujú najmä úspechy systému dôchodkového zabezpečenia v Čile. V tomto príspevku sa budeme zaoberať názormi a argumentmi na model dôchodkového zabezpečenia v Čile vo svetovej odbornej literatúre.

1 *Chile's Pension Reform: An Inspiration to Others. Dostupné na internete (cit. 15. 05. 2008):* <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewfeature&language=english&id=937>.

2 *Tamtiež.*

3 *Tamtiež.*

4 GALLARDO, Eduardo: *Chile's private pension system adds public payouts for poor. Dostupné na internete:* <http://www.iht.com/articles/2008/03/10/business/pension.php> (cit. 15. 05. 2008).

5 *Chile's Pension Reform: An Inspiration to Others. Dostupné na internete (cit. 15. 05. 2008):* <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewfeature&language=english&id=937>.

6 http://www.cep.cl/Cenda/Cen_Documentos/Pub_MR/Articulos/Varios/Pensiones_USA_1.html (cit. 15. 05. 2008). Podobne RIESCO, Manuel: *25 Years Reveal Myths of Privatized Federal Pensions in Chile. Dostupné na internete:* <http://www.globalaging.org/pension/us/social-sec/2005/federal.htm> (cit. 15. 05. 2008).

7 RUSH, Cynthia R.: *Bush's Chile Model: Take Their Pensions and Run! Dostupné na internete (cit. 15. 05. 2008):* http://www.larouchepub.com/other/2004/site_packages/ss_privatization/3149chile_model.html.

8 http://www.cep.cl/Cenda/Cen_Documentos/Pub_MR/Articulos/Varios/Pensiones_USA_1.html (cit. 15. 05. 2008).

9 *Služovalo sa napríklad, že štát prispieje na osobné účty bonusom, ktorý bude predstavovať súčet odvodov odvedených do pôvodného priebežného systému.*

10 http://www.cep.cl/Cenda/Cen_Documentos/Pub_MR/Articulos/Varios/Pensiones_USA_1.html (cit. 15. 05. 2008). Manuel Riesco je člen Národného výskumného inštitútu pre sociálny rozvoj (United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD)).

V roku 1981 v Čile pod taktovkou vtedajšieho diktátora Augusta Pinocheta a jeho ministrov, osobitne Josého Piñeru, pripravili reformu penzijného systému. Zákon 3600/1980 s účinnosťou od 1. mája 1981 zaviedol v Čile povinné súkromné sporenie na osobných účtoch spravovaných súkromnými správcovskými spoločnosťami. Touto reformou sa odvtedy inšpirovalo približne sedemnásť krajín. Úspechy čilského modelu zaujali aj amerického prezidenta Georgea W. Busha, ktorý tento systém považuje za vzor novej reformy dôchodkového systému v USA.¹ [Olivia Mitchell, 2005]

Čilská reforma spočívala v zavedení minimálnych starobných dôchodkov garantovaných štátom a možnosť sporiť na osobných dôchodkových účtoch. Tým došlo k rozdeleniu rizika medzi štát a súkromný sektor. Augusto Iglesias, konzultant spoločnosti PrimAmerica oceňuje obzvlášť priame prepojenie medzi príspevkami a dávkami, ktoré sa vyplácajú z prostriedkov nahromadených na osobnom účte. Podľa neho sú tým ľuďia motivovaní pristupovať zodpovednejšie k svojej budúcnosti a k výške svojich starobných dôchodkov. Zároveň má tento systém dopad aj na celkovú ekonomickú situáciu krajiny tým, že úsporami sa hromadia finančné prostriedky, ktoré môžu stimulovať rozvoj národného hospodárstva.²

Uvádza sa, že za posledné desaťročia boli výnosy z investícií dôchodkových fondov v Čile o 10,3% vyššie ako inflácia. To vedie k stavu, že 60% dôchodcov v Čile odchádza na dôchodok skôr ako plánovali, keďže stav na ich osobných dôchodkových účtoch im to umožňuje. Muži odchádzajú na dôchodok o 9 rokov skôr a ženy o 7 rokov skôr.³

Penzijné fondy akumulovali do konca roku 2007 prostriedky v hodnote 111,4 miliardy amerických dolárov, čo predstavuje 70% HDP Čile. Práve tieto peniaze pomohli odštartovať čilský „ekonomický zázrak.“ Vzhľadom na 10% výnosnosť prostriedkov vo fondoch tak teraz dôchodcovia poberajú dôchodky vo výške až 85% ich mzdy pred od-

chodom do dôchodku, čo je dvojnásobok tohto pomeru v súčasnom systéme dôchodkového zabezpečenia USA.⁴

ZÁSADU DOBROVOĽNOSTI NIEKTORÍ SPORITELIA NEPOCHOPILI

Naproti tomu je viacero opačných názorov, podľa ktorých tento systém nie je až taký dokonalý. Podľa Eduarda Gallarda (2008) zo vzorky 540 ľudí zaregistrovaných v tomto systéme až 60,6% nedokáže nahromadiť dostatok kapitálu na to, aby získali zo svojich účtov minimálny starobný dôchodok. Dokonca 86% z nich neodvedie ani minimálnych 240 príspevkov, na ktoré sa ako na podmienku viaže nárok na minimálny dôchodok garantovaný štátom.⁵ Nebudú mať nárok ani na sociálnu pomoc v podobe podporných dôchodkov, ktoré sú určené iba pre najchudobnejších.⁶

Systém bol totiž nastavený tak, že počas 20 rokov musel každý účastník odvieť na svoj osobný účet aspoň 240 mesačných odvodov. Mnohí zo sporiteľov však tieto odvody neodvádzali a priemerne odvedli iba dva až tri mesačné odvody ročne.⁷ Sedemdesiat percent zamestnancov odvádzalo odvody menej ako 7 mesiacov ročne a vyše polovica iba menej ako 4 mesiace ročne.⁸ Uvádza sa, že z dvoch zamestnancov, z ktorých jeden zostal v priebežnom systéme a druhý pod vplyvom reklamy a propagandy⁹ vstúpil do súkromného piliera, ten druhý v súčasnosti dostáva dôchodok vo výške jednej polovice dôchodku svojho kolegu, ktorý zostal v priebežnom systéme. Podľa Manuela Riesca (2004) sa vraj tento problém týka státisícov zamestnancov.¹⁰

Navyše dôchodkové fondy investovali svoje prostriedky špekulatívne na trhu finančných derivátov a v roku 1995 tak prišli o 1,5 miliardy USD. Podľa niektorých analytikov dokonca priemerná výnosnosť dôchodkových fondov od roku 1982 nepredstavuje 10%, ale iba 5,1%.

V súčasnosti je vraj 33% prostriedkov dôchodkových správcovských spoločností investovaných do štátneho dlhu, 12% sa investovalo v zahraničí



a zvyšok je buď investovaný do hypoték, jedno-
ducho uložený v bankách alebo investovaný do
korporátnych úverov. Pôvodne bolo investo-
vanie dôchodkových fondov podrobené veľmi
striktným pravidlám, ktoré sa odvtedy postupne
uvoľňujú. Napríklad investovanie v zahraničí bolo
pôvodne vylúčené.¹¹

Z pôvodných 18 správcovsých spoločností
zostalo po viacerých splynutiach už iba sedem,
ktoré však v Čile predstavujú ohromnú finančnú
a politickú silu.¹²

NOVÝ PROGRAM TZV. SOLIDÁRNYCH DŮCHODKOV

Na alarmujúcu situáciu pokiaľ ide o dôchodky
značnej časti čilskej populácie sa snaží čilská vláda
reagovať novým programom v hodnote dvoch
miliárd dolárov. Poskytne starobné dôchodky tým,
ktorí si nedokázali našetriť dostatok prostriedkov
na osobnom účte.¹³

Projekt schválili obe komory Kongresu v januári
2008. Až 1,3 milióna dôchodcov tak má do roku
2025 dostávať zvýšené dôchodky a 400 000 dô-
chodcov dostane starobné dôchodky, na ktoré by
nemali nárok.¹⁴

Tzv. solidárne dôchodky novej prezidentky
Michelle Bachelet doplnia systém súkromných
dôchodkových fondov, pričom zamestnanci
budú naďalej prispievať na svoje osobné účty.
Prezidentka to odôvodnila tým, že štát nedokáže
financovať dôchodky pre všetkých a na druhej
strane súkromné systémy dôchodkového zabez-
pečenia neposkytujú možnosť reálneho dôchod-
kového zabezpečenia pre všetkých.¹⁵

Na druhej strane spektra existujú názory, podľa
ktorých je hororový scenár situácie v krajine na
poli dôchodkového zabezpečenia prehnaný. Väč-
šina zo zamestnancov, ktorí nebudú mať nárok
na dostatočný dôchodok sú ľudia, ktorí z vlastnej
viny neprispievali na osobné účty, resp. investo-
vali inak alebo sú súčasťou čiernej ekonomiky.¹⁶
Navyše vraj až 40% pracovnej sily predstavujú sa-
mostatne zárobkovo činné osoby.¹⁷

Každopádne sa však určite medzi postihnutými
nájdu aj zamestnanci, ktorí na svoje osobné účty
neprispievali z dôvodov hodných osobitného
zreteľa, ako je napríklad nízka mzda, z ktorej si ne-
mohli dovoliť platiť odvody.

ROZDIELY ČILSKÉHO A SLOVENSKEHO SYSTÉMU SOCIÁLNEHO ZABEZPEČENIA

Najväčší problém čilského systému azda v tejto
súvislosti predstavuje fakt, že platenie odvodov
bolo ponechané na vôli zamestnancov. Takže po-
dobnej situácie sa na Slovensku v žiadnom prípa-
de nemusíme obávať, vzhľadom na to, že v SR sú
odvody odvádzané povinne a pravidelne každý
mesiac. Navyše na rozdiel od čilského systému
bola stále zachovaná aj povinnosť zamestnáva-
teľa odvádzat odvody za svojich zamestnancov,¹⁸
teda celková výška mesačnej platby so Sociálnej
poistovne predstavuje súčet odvodu zamestnan-
ca a zamestnávateľa, čím sa bremeno delí medzi
nich. Navyše je riziko rozdelené aj tým, že každý
účastník druhého piliera na Slovensku je zároveň
zúčastnený aj na prvom, priebežnom pilieri, v kto-
rom má nárok na 50% z dôchodku, ktorý by pobe-
ral, ak by bol zúčastnený iba v priebežnom pilieri.

V Čile bol pre všetkých nových zamestnancov
obligatórny úplný prechod do kapitalizačného
systému. Ide tu o rozdiel v ponímaní pilierových
systémov ako

- 1) paralelných, existujúcich popri sebe,
- 2) substitučných, kde kapitalizačný pilier úplne
nahradza priebežné financovanie, alebo
- 3) zmiešaných.

V Čile v prvom pilieri zostali len tí, ktorí neprešli
do druhého piliera, a navyše čilský prvý pilier plnil
ešte dve funkcie:

- poskytovala sa z neho základná výmera sta-
robného dôchodku pre ľudí v hmotnej núdzi
- a zaručoval sa ním minimálny starobný dôcho-
dok pre účastníkov dôchodkového sporenia,
ktorí prispievali aspoň 20 rokov, a napriek tomu
je ich vypočítaný dôchodok príliš nízky.¹⁹ Ide
teda skôr o systém substitučný.

Na Slovensku vzhľadom na možnú účasť na
všetkých troch pilieroch možno hovoriť skôr o sys-
tému zmiešanom, založenom na princípe základ-
ného a doplnkového piliera.²⁰ Je to úlne v súlade
s odporúčaniami Svetovej banky, ktorá tiež odporú-
ča rozdelenie rizika medzi viaceré piliere, z ktorých
jeden bude solidárny, financovaný napr. z daní.²¹

Nemožno paušálne odsudzovať všetky dôchod-
kové reformy, uberajúce sa smerom k privatizácii
dôchodkového zabezpečenia a ku kapitalizačné-
mu spôsobu financovania. Existujú totiž medzi
nimi obrovské rozdiely, ako napríklad v prípade
Slovenska a Čile.

- 11 PIÑERA, José: *The Success of Chile's Privatized Social Security*. Dostupné na internete: http://www.cato.org/pubs/policy_report/pr-ja-jp.html (cit. 15. 05. 2008). K súčasnému prehľadu možnosti investovania pozri VIAL RUIZ-TAGLE, Joaquín – CASTRO, Francisca: *The Chilean Pension System – Working Paper AWP 5.6*. Dostupné na internete: www.oecd.org/dataoecd/21/38/2429310.pdf (cit. 15. 05. 2008), s. 9 – tab. č. 5.
- 12 RUSH, Cynthia R.: *Bush's Chile Model: Take Their Pensions and Run!* Dostupné na internete (cit. 15. 05. 2008): http://www.larouchepub.com/other/2004/site_packages/ss_privatization/3149chile_model.html. V článku z decembra 2005 sa uvádza iba 6 spoločností. Pozri VARGAS LLOSA, Alvaro: *Chile's Pensions Under Fire*. Dostupné na internete: <http://www.independent.org/newsroom/article.asp?id=1627> (navštívené 15.05.2008).
- 13 GALLARDO, Eduardo: *Chile's private pension system adds public payouts for poor*. Dostupné na internete: <http://www.iht.com/articles/2008/03/10/business/pension.php> (cit. 15. 05. 2008).
- 14 <http://www.iadb.org/news/article-detail.cfm?Language=En&parid=4&artType=WS&artid=4433> (cit. 15. 05. 2008).
- 15 GALLARDO, Eduardo: *Chile's private pension system adds public payouts for poor*. Dostupné na internete: <http://www.iht.com/articles/2008/03/10/business/pension.php> (cit. 15. 05. 2008).
- 16 VARGAS LLOSA, Alvaro: *Chile's Pensions Under Fire*. Dostupné na internete (navštívené 15.05.2008): <http://www.independent.org/newsroom/article.asp?id=1627>.
- 17 <http://andrewbiggs.blogspot.com/2008/03/pension-reform-in-chile.html> (cit. 15. 05. 2008).
- 18 K bližšej charakteristike čilského systému pozri napr. BECKER, Irina: *The Restructuring of the Chilean Pension System*. Dostupné na internete: http://tiss.zdv.uni-tuebingen.de/webroot/sp/spsba01_W98_1/chile6.htm (cit. 15. 05. 2008).
- 19 Ben Braham, Mehdi: *Structural Pension Reform: The Chilean Experience*. Dostupné na internete: www.networksfinancialinstitute.org/Lists/Publication%20Library/Attachments/89/2007-WP-20_Ben%20Braham.pdf (cit. 15. 05. 2008).
- 20 MESA-LAGO, Carmelo: *Reassessing pension reform in Chile and other countries in Latin America*. Dostupné na internete: www.adb.org/Documents/Events/2002/SocialProtection/lago_paper.pdf (cit. 15. 05. 2008).
- 21 <http://www.coha.org/2005/07/05/chilean-social-security-reform-rising-american-workers-pensions-on-the-dubious-success-of-pinochets-economic-strategy/> (cit. 15. 05. 2008).



Z rokovania Bankovej rady NBS

35. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) sa uskutočnilo 26. augusta 2008. Rokovanie viedol guvernér NBS Ivan Šramko.

BR NBS prerokovala a schválila:

1) Situačnú správu o menovom vývoji v SR za júl 2008 a rozhodla ponechať úrokové sadzby na úrovni 2,25% pre jednoduchové sterilizačné obchody, 5,75% pre jednoduchové refinančné obchody a 4,25% pre dvojtzáždňové repo tendre s obchodnými bankami.

2) Správu o plnení a postupe príprav na zavedenie eura v NBS a Interný plán NBS na zavedenie eura. Príprava postupuje v súlade s interným plánom NBS na zavedenie eura a Národným plánom zavedenia eura v SR.

37. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) sa uskutočnilo 9. septembra 2008. Rokovanie viedol guvernér NBS Ivan Šramko.

BR NBS prerokovala a schválila

1) Opatrenie Národnej banky Slovenska o majetkovej angažovanosti týkajúcej sa finančných derivátov. Cieľom predkladaného opatrenia je určiť podrobnosti o výpočte majetkovej angažovanosti pri investovaní majetku v podielovom fonde do finančných derivátov na účely výpočtov limitov obmedzenia a rozloženia rizika podľa zákona o kolektívnom investovaní. Opatrenie nadobudne účinnosť 1. októbra 2008.

2) Opatrenie Národnej banky Slovenska, ktorým sa ustanovujú náležitosti žiadosti o vydanie povolenia na vydávanie platobných prostriedkov elektronických peňazí podľa § 21d ods. 1 zákona č. 510/2002 Z. z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Opatrením sa ustanovujú náležitosti žiadosti o vydanie povolenia na vydávanie platobných prostriedkov elektronických peňazí inými osobami ako osobami, ktoré by mohli vydávať platobné prostriedky elektronických peňazí podľa podmienok ustanovených zákonom o platobnom styku v znení účinnom pred 1. augustom 2008. Opatrenie nadobudne účinnosť 1. októbra 2008.

Tlačové správy

EURO MOJIMI OČAMI

Vo finále celoslovenskej súťaže pätnásť študenti vyjadrili a obhájili svoj názor na euro pred porotcami z Národnej banky Slovenska a organizácie Junior Achievement Slovakia.



Na fotografii víťazi súťaže Euro mojimi očami – Eva Zádorová, uprostred s plagátom, Barbora Senešiová a Marek Minor.

Na prvom mieste sa umiestnila Eva Zádorová z Bratislavy s plagátom – mozaikou fotiek, ktorá zachytáva pocity a nálady z prichádzajúcej meny v každodennom živote. Druhé miesto obsadila Barbora Senešiová z Levíc, ktorá vo svojom krátkometrážnom filme výstižne vyjadrila názor mladých ľudí na euro. Tretie miesto patrilo zaslužene Marekovi Minorovi z Humenného, ktorý si zvolil neobvyklú formu a svoj postoj prezentoval prostredníctvom kresleného komiksu. Víťazi si svoje hodnotné ceny slávnostne prevezmú počas dňa otvorených dverí v Národnej banke Slovenska 27. septembra 2008 z rúk guvernéra NBS Iva Šramka.

Cieľom projektu bolo aktívne zapojiť študentov do procesu informovania o zavedení eura na Slovensku. Súťaž bola postavená na individuálnej prezentácii žiaka, v ktorej vyjadril svoj vlastný názor a postoj k zavedeniu eura na Slovensku. Študenti tak dostali priestor na rozvoj a skvalitnenie svojich prezentačných a komunikačných zručností. Tie sú dôležitým predpokladom aj ich úspechov tak v štúdiu, ako aj v oblasti spoločenského a pracovného života. Súťaž v neposlednom rade vytvorila aj priestor, v ktorom študenti mohli tvorivo a kreatívne vyjadríť svoj názor. Partnermi projektu boli Národná banka Slovenska a Junior Achievement Slovakia, n.o.



Preprava eurových bankoviek a mincí

Počas mesiacov september až december 2008 Národná banka Slovenska (NBS), prepraví v spolupráci so špeciálnymi jednotkami Ministerstva vnútra SR a Policajným zborom SR bankám a ich klientom v rámci predzásobenia, resp. druhotného predzásobenia eurové bankovky a eurové mince.

Eurové bankovky sa najprv uskladnia priamo v Národnej banke Slovenska a jej pobočkách na Slovensku.

Národná banka Slovenska prepraví eurové bankovky v špeciálnych pancierových vozidlách aj vybraným štyrom najväčším bankám (VÚB, a. s., Slovenská sporiteľňa, a. s., Tatrabanka, a. s. a ČSOB, a. s.).



O prevoze eurových bankoviek z Rakúska a eurových mincí z Kremnice na tlačovej besede informovali (zľava) Milena Koreňová, členka Bankovej rady NBS, Igor Barát, splnomocnenec vlády SR pre zavedenie eura a Stanislav Jankovič, viceprezident Policajného zboru.

Eurové bankovky si NBS zapožičia z Rakúskej centrálnej banky. Pôjde spolu o 188 miliónov kusov eurových bankoviek v hodnote viac ako 7 miliárd euro. (Ak by sme tieto eurobankovky poukladali po dĺžke vedľa seba, vytvorili by súvislý pás dlhý 25 000 kilometrov, ktorý by približne 16 krát obišiel Slovensko a poukladané vedľa seba by vytvorili plochu rovnakú ako 450 futbalových ihrísk.) Prepravu eurových bankoviek z Rakúska do úschovných miest NBS budú v spolupráci s Rakúskou centrálnou bankou (OeNB) a NBS zabezpečovať po území Rakúska rakúske špeciálne jednotky COBRA a po území Slovenskej republiky príslušníci špeciálnych jednotiek ministerstva vnútra SR.

Celkovo sa z OeNB uskutoční počas troch dní (s dlhším časovým odstupom) päť preprav, z toho počas dvoch dní dve prepravy naraz.

Eurobankovky budú prepravovať špeciálne vozidlá s nosnosťou približne 12 ton a k dispozícii bude aj kamión s nosnosťou 22 ton.



M. Koreňová ukazuje plastické vrečko s mincami.

Foto: Pavel Kochan



Foto: Pavel Kochan

Novinári prejavili mimoriadny záujem o zbrane, ktorými budú vybavení príslušníci útvaru osobitného určenia Policajného zboru, ktorí budú dohliadať na prepravu bankoviek. Zbrane predvádza Igor Matiašovský, veliteľ útvaru osobitného určenia Policajného zboru.

Spolu sa bude prepravovať viac ako 43 mil. kusov eurových bankoviek v hodnote viac ako 770 mil. EUR, ktorých hmotnosť presiahne 43 ton. Z Mincovne Kremnica, š. p. bude do NBS a vybraných bánk prevezených 500 miliónov kusov eurových mincí s hodnotou viac ako 167 mil. eur s hmotnosťou viac ako 2500 ton.

Celkovo sa uskutoční približne 220 prepráv. Všetky prepravy eurovej hotovosti budú zabezpečovať príslušníci Policajného zboru SR. Najvyťaženejšími komunikáciami v súvislosti s prepravou eurových mincí bude okolie Kremnice, odkiaľ budú všetky prepravy mincí začínať.

Z Mincovne Kremnica, š. p. bude najviac prepráv smerovať do Bratislavy, Žiliny, Banskej Bystrice a Košíc.

Vzhľadom na značný objem prepravovanej eurovej hotovosti a relatívne krátke obdobie určené na predzásobenie a druhotné predzásobenie bude treba počas jedného prepravného dňa absolvovať trasu viac ráz, a to aj počas víkendov. V mesiacoch september až december 2008 bude spolu:

- 23 dní s jednou prepravou počas jedného dňa,
- 30 dní s dvoma prepravami počas jedného dňa,
- 24 dní s tromi prepravami počas jedného dňa,
- 11 dní so štyrmi a viac prepravami počas jedného dňa.

Vzhľadom na to, že bankovky sa budú prepravovať v „uzatvorených“ kolónach, predstavitelia

Policajného zboru SR vopred upozorňujú účastníkov cestnej premávky, aby rešpektovali pokyny príslušníkov Policajného zboru a zabezpečili tak bezproblémový presun eurovej hotovosti.

Zvýšená preprava peňazí bude pokračovať aj v prvých mesiacoch roka 2009 (najmä január) z dôvodu sťahovania slovenskej meny z obehu a zvýšeného počtu odvodov a výdajov eurovej hotovosti pre banky.

V prípade zle dostupných miest preberania eurovej hotovosti budú príslušníci Policajného zboru zabezpečovať aj okolie miesta vykládky, čo môže spôsobiť dočasne sťažené používanie verejných komunikácií, chodníkov, parkovísk a pod. a teda aj verejnosť bude musieť prejsť viac tolerancie a dodržiavať pokyny príslušníkmi Policajného zboru SR.

Bankovky a mince sa prepravujú v hliníkových boxoch. Kapacita boxu je:

- približne 30 zväzkov bankoviek; jeden zväzok obsahuje 10 balíčkov bankoviek a váži cca 1 kg,
- približne 5 – 10 mincových vreciek (v závislosti od nominálnej hodnoty).

Balenie napr. 0,50 centa je napríklad:

- 40 ks mincí v malom igelitovom vrecku,
- 10 malých vreciek tvorí mincové vrecko (400 ks mincí),
- 4 mincové vrecká tvoria jednu škatuľu (1600 ks mincí).

(red.)



Pamätná zlatá minca Bratislavské korunovácie – 400. výročie korunovácie Mateja II.

Ing. Dagmar Flaché
Národná banka Slovenska



1. cena
Miroslav Ronai,
Branislav Ronai

V septembri 2008 vydala Národná banka Slovenska pamätnú zlatú mincu pri príležitosti 400. výročia korunovácie Mateja II. v Bratislave. Táto minca je už druhou zlatou mincou s motívom bratislavských korunovácií a nadviaže na pamätnú zlatú mincu, ktorá bola emitovaná v roku 2005 a pripomenula 350. výročie korunovácie Leopolda I. NBS plánuje vydať postupne pamätné mince aj k výročiam ďalších bratislavských korunovácií.

Po obsadení hlavného mesta Uhorska Budína Turkami rozhodol Uhorský snem v roku 1536, že hlavným a korunovačným mestom bude Bratislava (vtedajší Prešporok), ktorá sa tak zároveň stala aj snemovým mestom kráľovstva a sídlom najdôležitejších inštitúcií. Korunovačným miestom uhorských panovníkov sa stal gotický farský chrám svätého Martina. V rokoch 1563 až 1830 v ňom bolo korunovaných 11 uhorských panovníkov. Ako tretí z uhorských kráľov bol v Bratislave 19. novembra 1608 korunovaný Matej II., ktorý vládol od roku 1611 aj v českých krajinách a od roku 1612 v celej rímsko-nemeckej ríši až do svojej smrti v roku 1619. Jeho nástup na uhorský trón sa uskutočnil za zaujímavých okolností, musel totiž prinútiť svojho staršieho brata, cisára a kráľa Rudolfa, aby sa vzdal uhorskej koruny. Obdobie vlády Mateja II. bolo najmä v znamení veľkého rozvoja evanjelickej cirkvi. Posledné roky jeho panovania však poznačilo vyostrenie náboženských sporov medzi katolíkmi a protestantmi, ktoré vyústili do najväčšieho ozbrojeného konfliktu 17. storočia, do Tridsaťročnej vojny.

Národná banka Slovenska vyhlásila na výtvarný návrh mince verejnú anonymnú súťaž, na ktorej sa zúčastnilo dvanásť autorov so štrnástimi dielami. Súťaž vyhodnotila Komisia guvernéra NBS na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských

mincí za účasti dvoch odborných poradcov, historikov PhDr. Štefana Holčíka, CSc., a PhDr. Miroslava Kamenického, CSc. Komisia odporučila na realizáciu výtvarný návrh, ktorý v spoluautorstve vytvorili dvaja kremnickí výtvarníci, otec so synom – Miroslav Ronai a Branislav Ronai. Ich návrh získal v súťaži zníženú prvú cenu a komisia na ňom ocenila harmonické kompozičné skĺbenie vhodne zvolených historických atribútov. Na averze sa prelínajú typické architektúry – Bratislavský hrad, veža Dómu sv. Martina a jeho interiér. Na reverze je stvárnený portrét panovníka Mateja II. s vavrínovým vencom na hlave, ktorý je sprava vyvažovaný vežami františkánskeho kostola a Michalskej brány. V spodnej časti sú v popredí zobrazené korunovačné insígnie – uhorská kráľovská koruna a korunovačný meč.

Druhá cena bola udelená ďalšiemu kremnickému výtvarníkovi, Pavlovi Károlymu. Jeho návrh oslovil komisiu vyváženou kompozíciou, kvalitnou modeláciou a vystihnutím témy. Autor do súťaže predložil dve alternatívy averzu. Na oboch zobrazil korunovačný chrám, nad ktorým sa vypína pahorok s Bratislavským hradom. Jedna alternatíva je doplnená uhorskou kráľovskou korunou. Výraznou súčasťou kompozície je zvlnená dekoratívna stuha. Na reverze je portrét panovníka, ktorý je v spodnej časti ukončený rozvzatou dekoratívnou stuhou. Vedľa portrétu je v zmenšenej mierke zobrazený husár na koni. Tretia cena nebola v súťaži udelená.

Pamätná minca v hodnote 5000 Sk s priemerom 26 mm a hmotnosťou 9,5 g je vyrazená zo zlata s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica v počte 4 050 kusov vo vyhotovení proof. Na razbu je stanovený limit maximálne 4 500 kusov. Hrana mince je vrúbkovaná.



2. cena Pavol Károly

Foto: Ing. Štefan Fröhlich

